



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Erik Pedersen

Hedgefonder som aktieägare  
Särskilt om aktivism och dess  
konsekvenser för corporate governance

Examensarbete  
30 högskolepoäng

Handledare: Lars Gorton

Värdepappersmarknadsrätt och Aktiebolagsrätt

Termin 9

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>2</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1 Syfte	6
1.2 Problemformulering	7
1.3 Avgränsningar	7
1.4 Disposition	7
1.5 Metod och material	8
1.6 Terminologi	9
<b>DEL I MARKNADEN</b>	<b>10</b>
<b>2 VÄRDEPAPPERSMARKNADEN</b>	<b>11</b>
2.1 Begreppet värdepappersmarknad	11
2.1.1 Aktiemarknaden	11
2.1.2 Kreditmarknaden	12
2.1.3 Derivatmarknaden	13
2.2 Aktiemarknadens reglering	13
2.2.1 Självreglering	15
2.2.2 Noteringsavtalet	16
2.3 Marknadsmisbruk och anmälningsskyldighet	17
2.3.1 Insiderbrotten	17
2.3.2 Otillbörlig marknadspåverkan	18
2.3.3 Anmälningsskyldighet	19
2.4 Tillsyn	19
<b>DEL II FONDERNA</b>	<b>21</b>
<b>3 OM FONDER</b>	<b>22</b>

<b>3.1</b>	<b>Begreppet fond</b>	<b>22</b>
<b>3.2</b>	<b>Fondregleringens syften</b>	<b>23</b>
<b>3.3</b>	<b>Investeringsfonder</b>	<b>25</b>
3.3.1	Värdepappersfonder	25
3.3.2	Specialfonder	26
<b>3.4</b>	<b>Krav på fondbolagens företrädare</b>	<b>28</b>
<b>4</b>	<b>HEDGEFONDER</b>	<b>29</b>
<b>4.1</b>	<b>Hedgefonder i siffror</b>	<b>29</b>
<b>4.2</b>	<b>Vad är en hedgefond?</b>	<b>29</b>
4.2.1	Marknadsneutrala hedgefonder	31
4.2.2	Makrohedgefonder	31
4.2.3	Eventdrivna hedgefonder	31
<b>4.3</b>	<b>Aktiva och aktivistiska hedgefonder</b>	<b>31</b>
<b>4.4</b>	<b>Reglering av hedgefonder</b>	<b>32</b>
4.4.1	Självreglering	34
4.4.2	Finansinspektionens roll	34
<b>DEL III</b>	<b>AKTIEBOLAGET</b>	<b>36</b>
<b>5</b>	<b>AKTIEBOLAGET OCH DESS STYRNING</b>	<b>37</b>
<b>5.1</b>	<b>Bolagsstyrning i aktiemarknadsbolag</b>	<b>37</b>
5.1.1	Bolagsstämman	37
5.1.2	Styrelsen	38
5.1.3	VD	39
<b>5.2</b>	<b>Aktiemarknadens omvandling och utveckling</b>	<b>40</b>
<b>5.3</b>	<b>Förbättrad corporate governance?</b>	<b>41</b>
<b>6</b>	<b>HEDGEFONDER SOM AKTIEÄGARE</b>	<b>42</b>
<b>6.1</b>	<b>Skillnader mellan aktivistiska hedgefonder och private equity</b>	<b>43</b>
<b>6.2</b>	<b>Aktivismens positiva effekter</b>	<b>44</b>
<b>6.3</b>	<b>Skillnader mellan hedgefonders aktivism och traditionella fonders ägarbeteende</b>	<b>45</b>
<b>6.4</b>	<b>Aktivismens negativa effekter</b>	<b>46</b>
<b>6.5</b>	<b>Kortsiktighet</b>	<b>48</b>
<b>DEL IV</b>	<b>SAMBANDEN</b>	<b>49</b>

<b>7</b>	<b>SAMBANDEN MELLAN OCH INOM AKTIEMARKNADEN, AKTIEBOLAGEN OCH HEDGEFONDERNA</b>	<b>50</b>
7.1	Glapp mellan aktiebolags- och aktiemarknadsrätt	50
7.2	Intressekonflikter och lojalitetskonflikter	52
7.3	Aktier och aktieägare	53
7.4	Aktieägares lojalitetsplikt	54
7.5	Proxy contests	55
7.6	Rösträtter för riskfria akier	56
7.6.1	Rösträtt för lånad aktie	56
7.6.2	Rösträtt för hedgad aktie	57
<b>8</b>	<b>REFLEKTIONER</b>	<b>58</b>
8.1	Sammanfattning	58
8.2	Juridiska aspekter på hedgefonders aktivism	58
8.3	Är rättsläget tillfredsställande?	60
8.4	Slutsats	62
	<b>BILAGA A</b>	<b>63</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>65</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>69</b>

# Summary

During the last decade, so called Hedge funds have had a major impact on the world's financial markets. Hedge funds enjoy less regulatory restrictions than traditional funds and they are thereby able to use complex financial instruments in order to obtain absolute return on investment. The Hedge funds are heterogeneous in character and their investment strategies vary quite significantly. This paper focuses on the activist hedge funds (i.e. hedge funds that engage in the governance of specific portfolio companies). More specifically the paper investigates how it is possible for a hedge fund, holding less than 10 per cent of the votes in each single company, to influence such company. The study shows that there are four main methods to do it. Firstly, the hedge fund manager can provide financial advice to the Board of Directors of the company, regarding e.g. the capital structure. Secondly, they can use media to push for certain ideas and thereby influence fellow shareholders to support their proposals. Thirdly, activist hedge funds may engage in proxy fights, where they collect proxy votes from other shareholders and in this way obtain a significant portion of the votes. The fourth and most controversial method is to buy so called *empty votes*. One way of doing that is to borrow shares in the marketplace and thereby utilize the vote from those shares without being exposed to the financial risk connected to the share.

The paper shows that there are currently no legal obstacles to engage in any of the four activities. However, the paper argues that the decoupling of the voting right of the share and the economic ownership of the share leads to major concerns regarding the fundamentals of the limited liability company. The paper calls for further discussion on whether there ought to be implemented some sort of obligation to act in good faith for anyone who exploits the voting right of the share. The reason why this is necessary is that there have been situations where activist hedge funds have voted for shares without being exposed to the economic risk of the share and in doing so having objectives in conflict with the wealth of the company.

# Sammanfattning

Under det senaste decenniet har s.k. hedgefonder fått stort genomslag på världens finansiella marknader. Hedgefonder har friare placeringsregler än traditionella investeringsfonder och kan därför utnyttja komplexa finansiella instrument för att uppnå absolutavkastning. Hedgefonder är en heterogen grupp och deras investeringsstrategier kan ske i många olika skepnader. Det här arbetet fokuserar på sådana hedgefonder som karakteriseras av aktivistiskt ägande. Mer specifikt undersöker uppsatsen hur det är möjligt att en aktivistisk hedgefond som äger mindre än 10 procent av rösterna i ett bolag kan utöva makt i bolaget. Det har visat sig att dessa hedgefonder utnyttjar fyra olika metoder för detta ändamål. För det första kan de bistå styrelse och ledning med finansiell expertis genom att ge råd om finansiell struktur och liknande. För det andra kan de bedriva kampanjer genom mediala kanaler för att nå ut med sitt budskap och på så sätt övertyga andra aktieägare att följa deras rekommendation. För det tredje kan de samla in fullmakter från andra aktieägare och på så sätt mobilisera en betydande röstandel inför bolagsstämman. Den fjärde och mest kontroversiella metoden är att köpa s.k. *empty votes*. Det innebär att man exempelvis lånar aktier, varmed rösträtten erhålls, vilket ger möjlighet att rösta för aktierna utan att vara exponerad mot aktiens ekonomiska risk.

Uppsatsen visar att det i dagsläget inte föreligger några konkreta juridiska hinder mot att agera enligt de fyra metoderna. Däremot argumenteras i uppsatsen för att särkopplingen mellan aktiens förvaltande rättighet (d.v.s. dess rösträtt) och dess ekonomiska rättighet (d.v.s. rätten till utdelning samt risken att aktien underpresterar) innebär att aktiebolagets grundvalar sätts ur spel. Uppsatsen påkallar vidare diskussion om huruvida det bör införas någon typ av generell lojalitetsplikt gentemot övriga aktieägare, för den som utnyttjar en akties förvaltande rättighet. Grunden för detta är att situationer har uppstått där aktivistiska hedgefonder har röstat för aktier utan att vara exponerad mot dess ekonomiska risk samtidigt som de har haft en helt annan agenda än bolagets bästa intresse.

# Förord

Äntligen har dagen kommit då mina juridikstudier är till ända. Det har varit en tid som nästan uteslutande har varit fylld av glädje och fest. Därför vill jag ta tillfället i akt att rikta ett oändligt stort tack till mina föräldrar som har möjliggjort denna resa, genom såväl ekonomiskt som mentalt stöttande. Jag är emellertid ingen sentimental person, varför jag härmed avslutar förordet och inbjuder läsaren till att förkovra sig i de aktivistiska hedgefondernas spännande värld!

Stockholm den 26 januari 2009

Erik Pedersen

# Förkortningar

<b>ABL</b>	Aktiebolagslag (2005:551)
<b>AMN</b>	Aktiemarknadsnämnden
<b>AnmL</b>	Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
<b>FI</b>	Finansinspektionen
<b>FIF</b>	Förordningen (1996:596) med instruktion för finansinspektionen
<b>HFWG</b>	The Hedge Fund Working Group
<b>KonkL</b>	Konkurslag (1987:672)
<b>LIF</b>	Lagen (2004:46) om investeringsfonder
<b>LKF</b>	Lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument
<b>LUA</b>	lagen (2006:451) om offentliga erbjudanden på aktiemarknaden
<b>MiFID</b>	Direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 (Markets in Financial Instruments Directive)
<b>MmL</b>	Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
<b>MTF</b>	Multilateral Trading Facility (Multilateral handelsplattform)
<b>NBK</b>	Näringslivets börskommitté
<b>SkbetL</b>	Skattebetalningslag (1997:483)
<b>UB</b>	Utsökningsbalk (1982:774)
<b>UCITS</b>	Undertakings for Collective Investments In Transferable Securities EG
<b>VpmL</b>	Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden



# 1 Inledning

Hedgefonder har under 2000-talet utvecklats från att vara nischaktörer till att bli några av de mest inflytelserika spelarna på världens finansmarknader. Bland annat tack vare möjligheten att belåna sina portföljer har deras aktivitet på marknaden betydligt större inverkan än vad som är fallet för traditionella fonder, i förhållande till respektive fonds nettotillgångar.<sup>1</sup> Om dessutom hedgefonden i fråga har en aktivistisk strategi kan dess inflytande över enskilda bolag bli mycket betydelsefull och i vissa fall helt avgörande, trots att deras andel av aktierna ofta understiger 10 procent i varje enskilt portföljbolag. En gemensam nämnare för hedgefonder är att de kräver absolutavkastning, vilket innebär avkastning även när marknaden som helhet minskar i värde. Detta är möjligt genom att hedgefonder har friare placeringsregler än traditionella fonder och större möjligheter att utnyttja komplexa finansiella instrument. Mot bakgrund av att absolutavkastning per definition innebär att man kräver avkastning även när den underliggande tillgången sjunker i värde uppstår i vissa fall situationer där man eftersträvar nedgångar snarare än uppgångar. En annan följd av kravet på absolutavkastning är att hedgefonder typiskt sett har en mer aggressiv strategi än traditionella fonder och andra aktieägare, varför utrymmet för intressekonflikter mellan olika aktieägargrupper samt styrelse och ledning är påtagligt. Det är väl känt att det ofta uppstår irritation och konflikter när aktivistiska hedgefonder agerar. Men frågan är om det finns fog för några juridiska invändningar? Den här uppsatsen fokuserar på sådana intressekonflikter och belyser dem ur ett juridiskt perspektiv för att klargöra huruvida det föreligger några rättsliga komplikationer när en aktivistisk hedgefond agerar i rollen som aktieägare. Intressekonflikter i allmänhet är en naturlig del av affärlivet men det skäl att betrakta den här sortens intressekonflikter annorlunda, vilket kommer att diskuteras i uppsatsen.

Aktiebolagets grundtanke är att ägarna inte har något personligt ansvar för bolagets förbindelser eller åtaganden.<sup>2</sup> Deras gemensamma intresse antas vara avkastning på det kapital de har investerat. Aktiebolagsrätten förutsätter därför, i någon mening, att aktieägarna agerar på det sätt de bedömer vara bäst för bolaget i varje givet avseende. Detta sker exempelvis när aktieägarna utser en styrelse. Styrelsen har i sin tur en lojalitetsplikt mot bolaget och aktieägarna. ABL innehåller dock inga regler som anger att aktieägarna själva har någon lojalitetsplikt mot bolaget och övriga aktieägare. Om aktieägaren råkar vara en hedgefond med helt andra motiv en bolagets välfärd så uppstår en intrikat intressekonflikt mellan hedgefonden och övriga aktieägare samt bolaget. Med utgångspunkt i det faktum att hedgefonder kan ha motstridiga agendor i förhållande till de bolag de investerar i kommer jag i detta arbete att diskutera och analysera de legala aspekter som problematiken medför och hur dessa lämpligen bör hanteras.

---

<sup>1</sup> Kahan, Rock, sid. 30.

<sup>2</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 4.

Diskussioner kring corporate governance utgår ofta från att bolag saknar starka kontrollägare.<sup>3</sup> Bolag med anonyma och passiva ägare har föranlett en rad näringslivsskandaler genom att bolagsledningarna har tagit sig alltför stora friheter på aktieägarnas bekostnad i kombination med bristande övervakningssystem.<sup>4</sup> Corporate governance debatten uppstod i USA och spred sig snabbt till andra delar av världen. Med anledning av detta ville den svenska lagstiftaren, i samband med införandet av den nya aktiebolagslagen, stärka ägarnas roll och förbättra kontrollfunktionen. När det gäller hedgefonder som aktieägare ser corporate governance frågan annorlunda ut. Aktivistiska hedgefonder är i allra högsta grad involverade i bolagsstyrningen men komplikationen är dels att de i vissa fall kan antas ha andra mål och motiv än bolagets långsiktiga välfärd, dels att de i praktiken utövar mer makt än deras låga aktieandel synes motivera. I den här uppsatsen har jag för avsikt att undersöka hur detta är möjligt samt diskutera huruvida dagens aktiebolagsrätt saknar en dimension av skyddsintressen, nämligen den mellan hedgefonder som ägare och andra aktieägargrupper.

Den alltmer intensiva debatten om hedgefonders positiva och negativa konsekvenser handlar ofta om marknadseffektivitet och finansiell stabilitet. Å ena sidan bidrar hedgefonder med likviditet till marknaden och identifiering av ineffektiva företag eller felprissättningar. Å andra sidan argumenterar vissa för att deras agerande kan vara kontracykliskt och därmed skadligt. Det här arbetet har en annan ansats genom att lämna de finansiella och nationalekonomiska perspektiven och istället belysa hedgefonders inverkan på det enskilda bolaget vars aktier hedgefonden handlar med. Följaktligen står hedgefonder med aktivistiska strategier i fokus.

## 1.1 Syfte

Arbetets primära syfte är att utreda huruvida de intressekonflikter, inom aktieägarkollektivet och med aktiebolaget, som kan uppstå i samband med hedgefonders aktivism är så säregna och allvarliga att det föreligger juridiska hinder mot sådan aktivism. Därutöver syftar arbetet till att undersöka aktiebolagsrättens grundläggande principer och hur dessa förhåller sig till värdepappersmarknaden. Sambandet mellan aktiens existens på värdepappersmarknaden och bolagsstyrningen i det enskilda bolaget är av särskilt intresse, eftersom det är mycket begränsat behandlat i doktrinen.

---

<sup>3</sup> Sevenius, sid. 111.

<sup>4</sup> Enron och Worldcom är två välkända exempel.

## 1.2 Problemformulering

Uppsatsens övergripande frågeställning är följande:

- Ger de konflikter som uppstår när aktivistiska hedgefonder agerar som ägare upphov till några juridiska komplikationer och i så fall på vilka sätt?

Till min och läsarens hjälp har jag formulerat tre delfrågor som ska ge det underlag som krävs för att förstå och besvara den övergripande frågeställningen. Delfrågorna är:

- Vilka är huvudlinjerna i den svenska värdepappersmarknadsrätten?
- Hur ser den fondrättsliga regleringen ut och vad skiljer hedgefonder från andra typer av investeringsfonder?
- Hur ser sambanden ut mellan aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten och vilka intressekonflikter förekommer i anslutning till aktiemarknadsbolagen?

## 1.3 Avgränsningar

Svenska hedgefonder och regleringen av dessa skiljer sig från exempelvis brittiska och amerikanska. I den här uppsatsen behandlas uteslutande svensk rätt och slutsatserna rör således primärt svenska bolag och svenska hedgefonder. Däremot kommer utländska hedgefonder och deras agerande att tjäna som exempel. Händelser och praktiska exempel från exempelvis de anglosaxiska länderna är intressanta. Det är rimligt att tänka sig en liknande utveckling i Sverige i framtiden, eftersom trender på de anglosaxiska marknaderna typiskt sett når Sverige med viss eftersläpning. Vidare kommer uppsatsen att fokusera på aktivistiska hedgefonder som utnyttjar sitt aktieägarande för att påverka enskilda bolag. Långt ifrån alla hedgefonder faller in i den kategorin, vilket närmare förklaras i avsnitt 4 i allmänhet och i 4.3 i synnerhet. Trots att uppsatsen huvudsakligen rör hedgefonders aktivism och corporate governance kommer en väsentlig del att deskriptivt behandla värdepappersmarknadsreglering och fondblagstiftning, eftersom dessa områden är nödvändiga för förståelsen av huvudfrågan. En ytterligare begränsning är att uppsatsen uteslutande handlar om aktiemarknadsbolag. Den typen av aktieägaraktivism och de intressekonflikter som arbetet diskuterar kan endast ske i bolag vars aktier är fritt omsättningsbara på en marknadsplats. Uppsatsen behandlar inte heller frågan huruvida de positiva effekterna av hedgefonder överväger de negativa. Det är inte hedgefonderna i sig som är intressanta för detta arbete, utan de medel de använder för sin aktivism.

## 1.4 Disposition

Arbetet utgörs av en beskrivning av värdepappersmarknaden och dess reglering, följt av en redogörelse för hur fonder fungerar samt regleringen av

dessa. Därefter följer en fördjupning i aktiebolaget och dess relation till aktiemarknadens aktörer. Slutligen analyseras de tre delarna och uppsatsens huvudfrågeställning besvaras. I uppsatsen återges verkliga exempel (ofta hämtade från USA eller Storbritannien) som exemplifierar den annars ganska teoretiska framställningen. Som en följd av att arbetet tydligt utgörs av fyra områden har jag, för att underlätta för läsaren, kategoriserat uppsatsen i DEL I, II, III och IV.

I DEL I ges en översiktlig bild av värdepappersmarknaden, de begrepp och termer som är förknippad med denna samt de lagar och andra regler som styr värdepappershandeln.

DEL II syftar till att redogöra för begreppen investeringsfond och hedgefond samt att redogöra för fondlagstiftningen och hur olika typer av fonder fungerar i praktiken. Detta avsnitt i kombination med DEL I är avgörande för att förstå såväl problematiken kring hedgefonder som de positiva effekter deras verksamhet medför.

I DEL III diskuteras aktiebolagsrätten, med fokus på det enskilda aktiebolaget vars aktier omsätts på en marknadsplats, d.v.s. publika, noterade aktiebolag. I denna del utreds och problematiseras corporate governance begreppet. Denna del innehåller även en rad exempel från verkligheten på aktieägarbeteende och hedgefondaktivism i synnerhet. Detta underlag är avgörande för den slutliga diskussionen.

I arbetets avslutande DEL IV analyseras sambanden mellan de tre inledande delarna. Här besvaras den övergripande frågeställningen och diskussion förs om huruvida rättsläget är tillfredsställande och vilka frågor som behöver diskuteras vidare.

## **1.5 Metod och material**

Uppsatsen är författad i enlighet med den rättsdogmatiska metoden. Det innebär att jag har undersökt rättskällorna i enlighet med den traditionella hierarkin dem emellan. Mot bakgrund av att uppsatsens ämne är praktiskt till sin karaktär innehåller uppsatsen såväl teoretiska, deskriptiva som praktiska och analyserande inslag. Ämnet är av sådant slag att även en rättsekonomisk metod hade kunnat användas. Det är emellertid inte min ambition att besvara frågeställningen utifrån en normativ nationalekonomisk utgångspunkt, vilket rättsekonomi gör. Istället har jag valt att redogöra för och analysera de rättsregler som gäller på de olika rättsområden som ämnet aktualiserar mot bakgrund av verkliga händelser. Utifrån den redogörelsen diskuterar jag sedan frågeställningen ur ett juridiskt perspektiv.

Det finns en uppsjö av artiklar och annan litteratur som behandlar hedgefonder men den är sällan av juridisk karaktär. Litteratur kring hedgefonder är i de flesta fall inriktad på problematiken gällande bristande transparens eller nivån på avkastningen och risken. Intressekonflikter som kan uppstå mellan hedgefonden och de bolag den äger aktier i belyses

emellertid sällan. Mot denna bakgrund har jag i stor utsträckning dragit egna slutsatser utifrån de rättsregler som gäller på respektive juridiska område.

Ämnets karaktär innebär vidare att en stor del av uppsatsen är stycken som beskriver och problematiserar verkliga händelser och trender. Detta i syfte att ge underlag för en juridisk analys. Av den anledningen har en rad källor som inte är traditionella rättskällor, såsom tidningsartiklar ur ekonomiska tidsskrifter, använts. Dessa källor ligger inte till grund för några juridiska slutsatser utan utnyttjas endast i syfte att belysa problematiken. Utan dessa källor hade uppsatsen blivit fullständigt teoretisk och tämligen ointressant.

## **1.6 Terminologi**

Uppsatsen innehåller en rad finansiella termer och begrepp som kan vara obekanta för den som inte har specialkunskaper i ämnet. Med anledning av det har jag i Bilaga A angett förklaringar till några av de begrepp som förekommer i uppsatsen. Jag har valt att i stor utsträckning använda mig av de engelska termerna istället för att försöka översätta dem. Anledningen till det är att undvika begreppsförvirring, eftersom många av källorna är skrivna på engelska.

# DEL I MARKNADEN

# 2 Värdepappersmarknaden

## 2.1 Begreppet värdepappersmarknad

På värdepappersmarknaden omsätts finansiella instrument. Ett finansiellt instrument är enligt 1 kap. 4 § i VpML ”överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument” där ”överlåtbara värdepapper” i sin tur definieras som ”sådana värdepapper utom betalningsmedel som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, till exempel: aktier i aktiebolag och motsvarande andelsrätter i andra typer av företag samt depåbevis för aktier [...]”. I praktiken är det finansiella instrumentet en elektroniskt identifierbar rättighet till en bakomliggande tillgång, som i sig kan vara nästan vad som helst. Syftet med finansiella instrument är att de enkelt ska kunna omsättas på en marknadsplats. När en tillgång finns tillgänglig på en öppen marknad ökar transparensen och på så sätt uppnås en bättre prissättning och kapital kan allokeras på effektivast möjliga sätt.<sup>5</sup> Det finns en uppsjö av finansiella instrument som tillhandahålls på den s.k. värdepappersmarknaden. Denna marknad kan kategoriseras i tre delar, nämligen: aktiemarknaden, kreditmarknaden och derivatmarknaden.<sup>6</sup>

### 2.1.1 Aktiemarknaden

Aktiemarknaden är platsen för omsättning av instrument som är kopplade till ägandet av ett bolag. Aktier, konvertibler och teckningsoptioner är aktiemarknadens huvudsakliga instrument. Det finns flera orsaker varför ett bolag väljer att notera sig på en marknadsplats men den främsta är kapitalanskaffning för nya investeringar.<sup>7</sup> När aktiemarknaden fungerar effektivt och alla har samma information kommer nämligen den investerare som är beredd att betala mest för att placera sina pengar i bolaget att hittas.<sup>8</sup> På så sätt får bolaget mesta tänkbara riskkapital och investeraren får andelar i bolaget som denne förhoppningsvis kommer att kunna avyttra till ett högre pris när handeln med aktien är igång och bolagets investeringar visar sig vara lönsamma. Investeraren tar samtidigt på sig risk när han köper bolagets aktie, eftersom bolaget inte har någon skyldighet att ge utdelning till dess ägare. För denna risk har investeraren ett pris, ett s.k. avkastningskrav, som används när man beräknar aktiens värde och således avgör vad investeraren är beredd att betala för aktien. Tillskjutandet av riskkapital sker på den s.k. primärmarknaden. På primärmarknaden är det bolagen själva som säljer aktier, konvertibler och teckningsoptioner. Det är således endast på primärmarknaden som bolagen tillförs kapital. På den s.k.

---

<sup>5</sup> Wood, sid. 334.

<sup>6</sup> Kågerman, sid. 27ff.

<sup>7</sup> *Börsrätt*, Torsten Örtengren, sid. 105.

<sup>8</sup> Kågerman, sid. 28.

sekundärmarknaden sker transaktioner mellan investerare, vilket leder till att bolagets aktiekurs går upp eller ned. Sekundärmarknaden är betydligt större i omsättning än primärmarknaden. Märk väl att aktiekursen inte har någon omedelbar betydelse för bolagets kapitalbas. Aktiekursen visar endast vad marknaden anser att bolagets egna kapital är värt, vilket inte har någon påverkan på bolagets balansräkning. Det finns emellertid flera orsaker till varför det är viktigt för varje bolag att ha en hög och stabil aktiekurs. En av dessa är att bolag som behöver tillskott genom nyemission får betydligt mer kapital per nyemitterad aktie om aktiekursen är hög. Under 2006 tillskötts cirka 7 miljarder kronor totalt sätt genom nyemissioner till Stockholmsbörsens bolag.<sup>9</sup> Ju högre marknadsvärde ett bolags egna kapital har, desto lättare blir det dessutom att få tillgång till lån på förmånliga villkor. Vidare förbättras förutsättningarna för företagsförvärv genom betalning i egna aktier om bolaget är högt värderat av aktiemarknaden. Mot bakgrund av dessa argument för vikten av en hög aktiekurs kan sägas att aktiekursen har ett samband med bolagsstyrningen. Därmed finns en intressant koppling mellan aktiemarknadens externa tryck och bolagets interna verksamhet.

Aktiemarknadens aktier kan omsättas på en reglerad marknad (börs) eller på en multilateral handelsplattform (MTF). Ordet börs avser den operatör som har fått tillstånd att driva en reglerad marknadsplats. OMX har exempelvis tillståndet att driva Stockholmsbörsen. All handel på Stockholmsbörsen måste ske genom någon av börsens medlemmar.<sup>10</sup> Det innebär att den privatperson eller det företag som vill handla på börsen måste göra detta via en mellanhand som är börsmedlem, exempelvis en fondkommissionär eller ett värdepappersinstitut.<sup>11</sup> En MTF skiljer sig såtillvida att den inte har något medlemskrav. Ett svenskt aktiebolag vars aktier är inregistrerade vid en svensk börs kallas aktiemarknadsbolag, enligt 1 § 4p. AnmL. När det fortsättningsvis i uppsatsen talas om aktiebolag eller målbolag eller liknande är det just aktiemarknadsbolag som avses, eftersom det i princip endast är den typen av aktiebolag som kan vara föremål för hedgefonders aktivism.

En ytterligare konsekvens av en börsintroduktion är givetvis att vem som helst kan förvärva bolagets aktier och därmed få tillgång till de rättigheter som är knutna till aktien. Det är förvisso inte ovanligt att majoritetsägarna behåller kontrollen i bolaget även efter börsintroduktionen. Det kan hända att den investerare som handlar aktier på börsen inte enbart ser aktieköpet som en passiv placering utan har för avsikt att engagera sig i bolagets angelägenheter. Den typen av situation kommer att diskuteras senare i uppsatsen.

## 2.1.2 Kreditmarknaden

På kreditmarknaden omsätts räntebärande finansiella instrument, d.v.s. sådana instrument som ger en förutbestämd avkastning. Kreditmarknaden

---

<sup>9</sup> Prop 2006/07:115, sid. 251.

<sup>10</sup> Prop 2006/07:115, sid. 249.

<sup>11</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, sid. 158.



kan indelas i obligationsmarknad och penningmarknad. På obligationsmarknaden omsätts obligationer, som har en löptid på över ett år. På penningmarknaden omsätts räntebärande instrument som har en löptid på mindre än ett år. Bland dessa återfinns certifikat, som utges av företag, och statsskuldväxlar, som utges av staten.<sup>12</sup> Eftersom kreditinstrument, under normala förhållanden, ger säkrare avkastning än exempelvis aktier, används de ofta för att minska risken i en investeringsportfölj.<sup>13</sup> Kreditmarknaden har på samma sätt som aktiemarknaden en primär och en sekundär marknad.

### 2.1.3 Derivatmarknaden

På derivatmarknaden omsätts finansiella instrument som på olika sätt hanterar risk och möjligheter. De två huvudsakliga kategorierna av derivat är optioner och terminer. På terminsmarknaden återfinns terminer, vilka ger innehavaren rätt att köpa en bakomliggande tillgång till ett visst förutbestämt pris vid en bestämd tidpunkt. Ett exempel är råvaruterminer som exempelvis flygindustrin och tillverkningsindustrin köper för att skydda sig mot kraftiga höjningar av priset på olja, stål eller andra råvaror. Genom terminen vet man på förhand vilket pris man kommer att få betala för införskaffandet av dessa råvaror. På optionsmarknader omsätts optioner. De ger innehavaren en rätt men ingen skyldighet att vid en viss tidpunkt köpa eller sälja en viss underliggande tillgång, exempelvis en aktie. Med hjälp av optioner kan en investerare skydda sig mot exempelvis kraftiga nedgångar i priset på den underliggande tillgången.

## 2.2 Aktiemarknadens reglering

Aktiemarknadens reglering har starka kopplingar till aktiebolagsrätten. Det finns emellertid så många lagar, myndighetsföreskrifter, avtalsbestämmelser, prejudicerande avgöranden och uttalanden samt rekommendationer från självregleringsorgan att området kan sägas vara ett eget rättsområde. De primära aktiviteterna inom aktiemarknadsrätten gäller börsintroduktioner, offentliga erbjudanden i samband med förvärv (take-overs), nyemissioner, återköp av egna aktier, budplikt och tvångsinlösen samt framtagande av prospekt i samband med erbjudande till allmänheten att teckna aktier. Det kan således konstateras att aktiemarknadsrätten reglerar förhållandet mellan aktiemarknadens aktörer och aktiemarknaden i sig. Regleringens primära syfte är att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden.<sup>14</sup>

Aktiemarknaden omgärdas av ett rigoröst regelverk bestående av såväl straffrättsliga som civilrättsliga bestämmelser. Den harmonisering av kapitalmarknaderna som EU eftersträvar har lett till att regleringen är starkt influerad av EU-direktiv. Områdets mest omfattande direktiv är det s.k.

---

<sup>12</sup> Kågerman, sid. 29.

<sup>13</sup> Kreditinstrumentens risk beror på betalningsförmågan hos den bakomliggande gäldenären. Detta var en av orsakerna till 2008 års kreditkris och bankkollaps.

<sup>14</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, sid. 160 och Norberg, sid. 191.

MiFID från 2004. Direktivet innehåller bestämmelser om reglering och tillsyn av värdepappersföretag och om deras möjligheter att bedriva verksamhet på den gemensamma marknaden. Två centrala syften med MiFID är att harmonisera EU:s marknader för handel med finansiella instrument genom att öka konkurrensen och investerarskyddet. MiFID behandlar inte förhållandet mellan värdepappersinstituten (exv. fonderna) och emittenterna (exv. aktiemarknadsbolagen), utan fokuserar på förhållandet mellan investerarna och värdepappersinstituten samt konkurrensen inom marknaden för värdepappersinstitut. År 2007 infördes lagen om värdepappersmarknaden (VpmL) som i stor utsträckning har sin grund i MiFID och som ersatte en rad tidigare lagar. VpmL är numera det centrala ramverket för värdepappersmarknadens aktörer, i svensk rätt. I VpmL finns regler om tillståndsplikt och utövande av värdepappersrörelse, börsverksamhet och clearingverksamhet. I DEL II redogörs för de bestämmelser i VpmL som är relevanta i förhållande till fonder.

Ytterligare en lag som bör nämnas är lagen (2006:451) om offentliga erbjudanden på aktiemarknaden (LUA). I lagen finns bestämmelser om hur budgivaren och målbolagets ledning ska agera vid publika bud, d.v.s. när någon riktar ett bud till aktieägare i ett aktiemarknadsbolag om att förvärva deras aktier. Dessa s.k. takeover-regler bygger på fem grundläggande principer.<sup>15</sup> Principerna är fundamentala i all aktiemarknadsrättslig reglering och vägledande för tolkningen, varför de förtjänar att lyftas fram i detta sammanhang.<sup>16</sup>

- Respekt för aktiemarknaden. Utgångspunkten för en fungerande takeover-reglering är att samtliga aktörer i en budprocess ska agera på ett sätt som avspeglar deras verkliga intentioner. För att trovärdigheten för aktiemarknaden ska upprätthållas måste information, uttalanden och ageranden alltid ske med respekt för det faktum att marknaden reagerar på dem och handlar utifrån dem.
- Likabehandling av målbolagets aktieägare. Målbolagets aktieägare ska behandlas på ett likvärdigt sätt, exempelvis i fråga om det erbjudna vederlaget för aktierna.
- Skyndsamhet i hanteringen. En erbjudandeprocess är omfattande och många intressenter påverkas av dess förlopp. Ofta försvåras målbolagets verksamhet och onaturliga kursförändringar inträffar i de inblandade bolagen. Därför är det viktigt att alla aktörer sköter sina handhavanden så skyndsamt som möjligt.
- Enkelhet och tydlighet i informationsgivningen. Det ställs stora krav på budgivarens information till aktieägarna i målbolaget. De ska ges tillräcklig tid att ta ställning till erbjudandet och de ska få adekvat och tillförlitlig information.

---

<sup>15</sup> Jfr Preambeln till "Takeover-direktivet" 2004/25/EG.

<sup>16</sup> Jfr AMN 2004:09.

- Respekt för målbolagets aktieägares beslutanderätt. Ett offentligt erbjudande är en angelägenhet mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget. Av den anledningen får inte styrelsens personliga intressen inverka på genomförandet eller förkastandet av en affär.

Dessa grundläggande principer är intressanta att ha i åtanke när vi senare i uppsatsen diskuterar aktieägarbeteende i samband med aktivistiska hedgefonder.

## 2.2.1 Självreglering

Ett stort mått av självreglering kompletterar den tvingande lagstiftningen på aktiemarknadsrättens område. Det finns flera motiv till självreglering. Såväl bolag som söker riskkapital, som investerare är beroende av att aktiemarknaden fungerar väl och det finns ett gemensamt intresse av transparens, effektivitet och tillförlitlighet.<sup>17</sup> Självreglering har visat sig fungera väl och är en flexibel regleringsmetod som många marknadsaktörer föredrar.<sup>18</sup> I praktiken har självregleringen i många fall lika stor praktisk effekt som offentligrättsliga bestämmelser. Den som inte följer självregleringens normer riskerar att svartlistas och på längre sikt finns hotet om lagstiftning om det uppstår situationer som inte är önskvärda. Vidare har intresset för självreglering på senare tid fått större acceptans och mer legitimitet än vad som tidigare har varit fallet.<sup>19</sup> Det finns ett antal särskilt betydelsefulla organ som består av kunniga personer med erfarenhet och insyn i aktiemarknaden. Nedan följer en kort presentation av dessa.

*Näringslivets börskommitté (NBK)* har till uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden genom att ge ut regler och är ett betydelsefullt organ för att självregleringen på aktiemarknaden skall fungera i Sverige.<sup>20</sup> NBK har tidigare tagit fram regler avseende bland annat information om ledande befattningshavares förmåner, flaggningsregler, utformning av prospekt samt köp och försäljning av egna aktier samt regler om offentliga uppköpserbjudanden. Den senaste tidens intensiva lagstiftning på dessa områden har ersatt NBK:s regler men organet har alltjämt en viktig funktion i tolkningen och tillämpningen av reglerna.<sup>21</sup>

*Aktiemarknadsnämnden (AMN)* ska genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Till skillnad från NBK:s mer övergripande funktion avger AMN uttalanden i enskilda fall.<sup>22</sup> Varje åtgärd av noterade svenska aktiebolag eller av en aktieägare i ett sådant bolag och som har koppling till aktierna i ett sådant bolag kan bli föremål för AMN:s bedömning.<sup>23</sup> De flesta avgörandena från AMN gäller

---

<sup>17</sup> *Börsrätt*, Per-Ola Jansson, sid. 93.

<sup>18</sup> *Börsrätt*, Per-Ola Jansson, sid. 99.

<sup>19</sup> Josefsson, SvJT 2001, sid. 211.

<sup>20</sup> NBK:s hemsida, den 1 september 2008.

<sup>21</sup> *Börsrätt*, Per-Ola Jansson, sid. 94.

<sup>22</sup> *Börsrätt*, Per-Ola Jansson, sid. 94.

<sup>23</sup> AMN:s hemsida den 1 september 2008.

budplikt, flaggning eller uppträdande vid take-overs. Avgörandena är av stor praktisk betydelse för tillämpningen och tolkningen av aktiemarknadens regelverk. De har emellertid ingen aktiebolagsrättslig betydelse, eftersom den som kan bli föremål för AMN:s prövning har åtagit sig att följa nämndens avgöranden på obligationsrättslig grund, inte aktiebolagsrättslig.<sup>24</sup> För den här uppsatsens vidkommande kan tilläggas att det än så länge inte finns något offentliggjort uttalande om aktieägares agerande i förhållande till bolaget, utan endast agerande i förhållande till aktiemarknaden.

*Kollegiet för svensk bolagsstyrning* skapades efter en debatt om det ökade institutionella ägandet som ansågs medföra alltför svaga och passiva ägare i förhållande till bolagens ledningar.<sup>25</sup> I samband med denna debatt etablerades termen corporate governance eller bolagsstyrning i Sverige. Som en följd av Enronskandalen och den amerikanska regleringen the Sarbanes-Oxley Act från 2002 skapades ”en svensk kod för bolagsstyrning” (bolagsstyrningskoden). I bolagsstyrningskodens 1.3 framgår den s.k. ”comply or explain”-principen som innebär att aktiemarknadsbolag som tillämpar koden kan avvika från enskilda regler men i så fall ska en förklaring anges där skälen till varje avvikelse redovisas. Bolagsstyrningskoden innehåller bestämmelser om kallelse till stämma, valberedning, tillsättande av styrelse, styrelsens arbetsformer, intern kontroll samt ersättning till bolagsledningen. Vi återkommer till corporate governance och bolagsstyrningskoden i avsnitt 5.2.

*Sveriges Aktiesparares Riksförbund* är ytterligare en organisation som bör nämnas i detta sammanhang. Det är en sammanslutning av privata aktiesparare och den representerar därmed typiskt sett minoritetsintressena i aktiemarknadsbolagen. Aktiespararna har haft ett stort inflytande och dess synpunkter har bland annat har påverkat utformningen av bolagsstyrningskoden. Aktiespararnas ägarpolicy är det dokument som föregick bolagsstyrningskoden men den har inte haft samma generella acceptans som bolagsstyrningskoden har fått.<sup>26</sup>

## 2.2.2 Noteringsavtalet

Ett bolag som vill introducera sig på börsen måste förbinda sig att följa det s.k. noteringsavtalet. Den mest grundläggande principen i noteringsavtalet är informationsgivning. Ett börsbolag måste kommunicera all kurspåverkande information till marknaden. Denna kommunikation ska ske enligt ett visst sätt och det är mycket väsentligt att informationen når alla marknadsaktörer samtidigt. Det bör noteras att noteringsavtalets parter är det noterade bolaget och börsen. Investerares aktivitet har ofta mycket stor betydelse för aktiekursen men aktieägarna själva är inte parter i noteringsavtalet. Det är händelser inom bolaget, vilka rör dess inre angelägenheter som regleras i noteringsavtalet.

---

<sup>24</sup> Nerep, Samuelsson, sid 9.

<sup>25</sup> *Börsrätt*, Per-Ola Jansson, sid. 96.

<sup>26</sup> Hammarskiöld, Hein, JT 2004-2005, sid. 505.

## 2.3 Marknadsmisbruk och anmälningsskyldighet

Den reglering som nämndes i föregående avsnitt riktar sig till de noterade bolagen. Marknadsmisbruk och anmälningsskyldighet rör istället personer som handlar på marknaden, d.v.s. aktieägare och andra investerare. En mycket väsentlig princip för att värdepappersmarknaderna ska fungera effektivt, rättvist och att dess förtroende hos allmänheten ska upprätthållas är att ingen har möjlighet att otillbörligt påverka marknaden eller göra affärer baserat på information som inte är allmänt tillgänglig.<sup>27</sup> Personer med sådan ställning att de har insyn i ett aktiemarknadsbolag måste därför förbjudas att handla med bolagets aktie under vissa omständigheter. Sådana personer kallas insiders och tidigare reglerades dessa i insiderstrafflagen. Som framgår av namnet på lagen är det således fråga om specialstraffrättslig reglering, eftersom regleringen är straffrättslig men utanför brottsbalken.<sup>28</sup> Insiderstrafflagen är sedan 1 juli 2005 ersatt av Lagen (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument (MmL). MmL kompletteras av Lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet (AnmL) som förbjuder personer med insynsställning i ett aktiemarknadsbolag att handla med bolagets aktie 30 dagar före offentliggörandet av en delårsrapport. Lagen anger också vilka personer som har insynsställning och hur detta ska anmälas.

### 2.3.1 Insiderbrotten

I 2 § MmL stadgas att den som får insiderinformation och som för egen eller annans räkning förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör, döms för insiderbrott (handelsförbudet<sup>29</sup>). Även den som får sådan information och genom råd föranleder annan att handla med det finansiella instrumentet döms för insiderbrott (rådgivningsförbudet<sup>30</sup>). Insiderinformation är enligt 1 § 1p. information som inte är offentliggjord eller allmänt känd och som är ägnad att påverka priset på ett finansiellt instrument. Informationen ska härröra från det finansiella instrumentets emittent.<sup>31</sup> Ett typfall av insiderinformation är vetskap om att ett bolag planerar att förvärva ett annat bolag genom ett offentligt uppköpserbud. När affären offentliggörs leder det nästan alltid till kursrörelser i båda bolagens aktier. Det uppställs inget rekvisit att gärningspersonen ska ha fått informationen i någon viss egenskap eller på något visst sätt.<sup>32</sup> En principiellt viktig fråga är att lagstiftaren har valt formuleringen ”den som *får* insiderinformation” istället för ”den som *har* insiderinformation”. Valet av formulering innebär ett undantag av principen

---

<sup>27</sup> Jfr Samuelsson et al, sid. 139.

<sup>28</sup> Samuelsson et al, sid. 118.

<sup>29</sup> Samuelsson et al, sid. 215.

<sup>30</sup> Samuelsson et al, sid. 215.

<sup>31</sup> Samuelsson et al, sid. 184.

<sup>32</sup> Samuelsson et al, sid. 215.

att all handel som baseras på insiderinformation är förbjuden.<sup>33</sup> Det är ju nämligen tänkbart att någon har viss information eller indicier som han sedan själv bearbetar för att skaffa sig ett informationsöverläge som visar sig vara korrekt. I det s.k. Pinkerton-fallet<sup>34</sup>, ställdes frågan på sin spets. Ett antal mäklare på Matteus fondkommission hade genom bland annat en artikel i DN fått veta att Securitas planerade att söka uppköpsobjekt på den amerikanska marknaden. Samtidigt hade de genom sin arbetsplats (aktiehandel) märkt ett ökat intresse för Pinkertonaktien, vilket fick dem att dra slutsatsen att Securitas planerade ett uppköp. Domstolen fann att det inte kunde styrkas att mäklarna hade *fått* informationen, trots att de i någon mening *hade* den. Flera av de tilltalade fälldes emellertid på andra grunder men när det gäller distinktionen mellan att *ha* och att *få* information kan slutsatsen dras att två situationer faller utanför lagens tillämpningsområde. För det första, egna analyser av allmänt tillgängliga uppgifter och för det andra uppgifter som inte var allmänt tillgängliga vid transaktionstillfället men som inte, betraktade var för sig, kan anses utgöra insiderinformation.<sup>35</sup>

### 2.3.2 Otillbörlig marknadspåverkan

Bestämmelsen i 8 § i MmL har rubriken otillbörlig marknadspåverkan och föreskriver ett förbud mot att agera på ett sätt som är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare och säljare av sådana instrument. 8 § kan indelas i direkt marknadspåverkan i form av transaktioner och indirekt påverkan i form av antingen påverkan av villkoren för handel eller informationsspridning. Bestämmelsen innehåller ett otillbörlighetsrekvisit som innebär att de flesta transaktioner faller utanför tillämpningsområdet.<sup>36</sup> Alla affärer som sker på aktiemarknaden påverkar i mer eller mindre utsträckning kurserna varför det krävs ett särskilt syfte att manipulera kursen. Den situationen att man lagligen utnyttjar de rättigheter som är knutna till aktieinnehavet genom att exempelvis agera på bolagsstämman och därefter utnyttjar kursrörelsen i sina innehav torde således inte falla inom ramen för otillbörligt marknadsmissbruk. Bestämmelsen tar i första hand sikte på spridande av falsk information, eller vilseledande ordrar eller transaktioner.<sup>37</sup>

I det ovan nämnda Pinkerton-fallet<sup>38</sup> uppkom, utöver vad som redogjordes för tidigare, även en fråga om otillbörlig kurspåverkan. G, som var en av de åtalade aktiemäklarna, hade lagt säljorder vid 21 tillfällen på en aktie till en viss kurs för att omedelbart efteråt lägga köporder till samma kurs. Varje säljorder pressade ner kursen så att den efterföljande köpordern gav en viss vinst. Samtliga affärer ägde rum till högre kurs än närmast föregående

---

<sup>33</sup> Samuelsson et al, sid. 218.

<sup>34</sup> Svea Hovrätt B 1461-01, 20 juni 2002.

<sup>35</sup> Samuelsson et al, sid. 220.

<sup>36</sup> Samuelsson et al, sid. 283.

<sup>37</sup> Prop 2004/05:142, sid. 68ff. Se även uppräknningen i marknadsmissbruksdirektivet 2003/6/EG, artikel 1.2.

<sup>38</sup> Stockholms tingsrätt B 1432-99, den 25 januari 2001.

avslut. TR fann därför att G genom skenavtal hade manipulerat kursen och denna dom fastställdes senare av HovR.

Ett annat belysande fall<sup>39</sup> gällde det börsnoterade bolaget Alfaskop som hade förvärvat Tegnerén AB. Betalningen skedde dels genom nyutgivna aktier i Alfaskop, dels genom kontantersättning. I ett avtal hade Tegnerén emellertid förbundit sig att erlægga 40 procent av skillnaden mellan Alfaskops introduktionskurs (70 kronor) och den noterade säljkursen kl 12.00 en viss dag. RP som var majoritetsägare och styrelseledamot i Tegnerén hade därför ett intresse av att kursen hölls nere vid det klockslaget. Därför hade han lagt en säljorder på 130 000 aktier omedelbart före klockslaget för att sedan ta tillbaka denna order ett par minuter senare. HovR fann att syftet med operationen var att låsa in kursen och att RP därmed hade gjort sig skyldig till otillbörlig kurspåverkan, som var den motsvarande bestämmelsen till dagens otillbörlig marknadspåverkan.

### 2.3.3 Anmälningsskyldighet

I AnmL anges vilka personer som har insynsställning. I 3 § 7 p. anges att de aktieägare som har minst 10 procent av rösterna eller kapitalet ingår i denna krets. Därutöver ingår bolagets företrädare, styrelseledamöter och närstående till dessa. Anmälningsskyldigheten innebär för aktiemarknadsbolagens vidkommande att de är skyldiga att anmäla till FI vilka personer som har insynsställning samt när ändringar i denna personkrets inträffar. I 15 § återfinns den s.k. 30-dagarsregeln som förbjuder insynspersoner att handla med bolagets aktie inom 30 dagar före offentliggörande av en delårsrapport.

## 2.4 Tillsyn

Finansinspektionen utövar tillsyn över värdepappersmarknaden samt ger tillstånd och dispenser i enlighet med de regelverk som finns. Det övergripande målet med FI:s verksamhet är att bidra till finansiell stabilitet och effektivitet samt att verka för ett gott konsumentskydd, enligt 1 § förordningen (1996:596) med instruktion för finansinspektionen (FIF). FI har även en viktig normgivningsfunktion genom att den utfärdar föreskrifter och ger allmänna råd i anslutning till de relevanta lagarna.

Nästan all yrkesverksamhet inom den finansiella sektorn kräver FI:s tillstånd.<sup>40</sup> Orsaken är att lagstiftaren anser den finansiella sektorn vara av stor betydelse ur ett samhällsperspektiv och man vill därför i största möjliga utsträckning förhindra att oseriösa eller okunniga personer får utrymme att agera fritt inom detta område. Tillståndsgivningen är främst beroende av FI:s bedömning av huruvida den sökande kommer att lyckas bedriva den verksamheten som framgår av hans verksamhetsplan och följa relevanta lagar och regler. Det är dessutom vanligt att FI gör besök hos de bolag som

<sup>39</sup> Svea Hovrätt B 6675/00, den 30 oktober 2001.

<sup>40</sup> *Börsrätt*, Erik Saers, sid. 148.

har fått tillstånd för att kontrollera att verksamheten bedrivs enligt tillståndet samt att informationsgivningen fungerar.<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> *Börsrätt*, Erik Saers, sid. 149.



# DEL II FONDERNA

# 3 Om Fonder

## 3.1 Begreppet fond

En fond är en kollektiv sparform som innebär att investerare köper andelar i en förmögenhetsmassa som förvaltas av ett fondbolag. Fonden är inte något rättssubjekt och de rättigheter och skyldigheter som fondförmögenheten ger upphov till leds därför vidare till fondandelsägarna, ett fondbolag och ett förvaringsinstitut.<sup>42</sup> Den som vill investera i fonden köper andelar i samband med sitt inträde och säljer tillbaka andelarna till fonden vid utträde, varför antalet fondandelar inte är förutbestämt utan varierar.<sup>43</sup> En väsentlig skillnad mellan en fond och ett aktiebolag är således att handel med fondandelar inte sker mellan en köpare och en säljare, vilket är fallet med aktier. Fondbolaget investerar förmögenhetsmassan (d.v.s. andelsägarnas insatser) i värdepapper eller andra finansiella instrument, i enlighet med på förhand uppställda riktlinjer.<sup>44</sup> Sådana riktlinjer kan vara exempelvis aktier i en viss typ av bolag i ett visst land eller dylikt. Tanken är emellertid att fonden ska ha en diversifierad portfölj för att sprida riskerna. Fondbolagen står under finansinspektionens tillsyn och får endast bedriva verksamheten efter tillstånd från myndigheten. Fonder är betydelsefulla aktörer på världens kapitalmarknader och representerar uppskattningsvis hälften av världens samlade BNP.<sup>45</sup>

En fonds tekniska konstruktion kan beskrivas av figuren på nästa sida, vilken är hämtat ur förarbetena till lagen (2004:46) om investeringsfonder (LIF).<sup>46</sup> Ett särskilt förvaringsinstitut som är skilt från fondbolaget handhar administrationen av fonden. Denna ansvarsuppdelning mellan förvaring och förvaltning syftar till att ge investeraren extra trygghet. Om fondbolaget som förvaltar fonden skulle drabbas av ekonomiska svårigheter får detta ingen ekonomisk effekt på fonden eftersom den är skild från fondbolaget. Äganderätten till fondförmögenheten separeras från förvaltandet och förvarandet. Det är fondandelsägarna som innehar äganderätten till fondförmögenheten. Fondbolaget förvaltar denna förmögenhet på uppdrag av andelsägarna och ett förvaringsinstitut ansvarar för förvaringen av tillgångarna. På detta sätt utför fondbolaget och förvaringsinstitutet ett uppdrag mot ersättning, som oftast utgår från fondförmögenheten och därmed betalar således fondandelsägarna indirekt. Fondförmögenheten kan inte användas som säkerhet för fondbolagets skulder och den kan inte heller mätas ut, eftersom fondbolaget inte äger den.<sup>47</sup> Trots att fondandelsägarna äger fondförmögenheten är denna äganderätt begränsad såtillvida att den egentligen endast medför en rätt att lösa in andelen samt erhålla utdelning

---

<sup>42</sup> Prop 2002/03:150, sid. 115.

<sup>43</sup> SOU 2002:56, sid. 129.

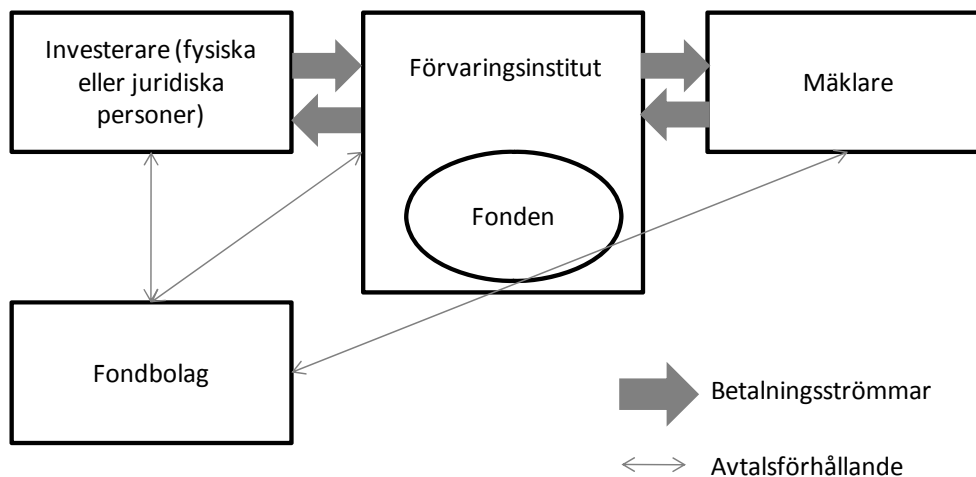
<sup>44</sup> SOU 2002:56, sid 128.

<sup>45</sup> Wood, sid. 336.

<sup>46</sup> Prop 2002/03:150, sid. 104.

<sup>47</sup> Prop 2002/03:150, sid. 116.

från fondens tillgångar (exempelvis aktieutdelning).<sup>48</sup> Å andra sidan ansvarar inte fondandelsägarna för förpliktelser med anledning av fondens tillgångar. Sådana förpliktelser ankommer på fondbolaget, som företräder fondandelsägarna i samtliga frågor som rör fonden.<sup>49</sup>



De vanligaste fondtyperna är aktiefonder, räntefonder och blandfonder. Aktiefonder investerar enbart i aktier. De fondbolag som står bakom aktiefonderna är därför mycket stora aktieägare med goda möjligheter att utöva makt i de bolag de har investerat i. Rätten att rösta för aktierna tillkommer nämligen fondbolaget, vilket är en följd av att fondbolaget företräder fondandelsägarna i alla frågor som avser fonden. Fondkonstruktionen kan således sägas innebära att de som investerar i fonden finansierar den aktivitet på bolagsstämman som fondbolaget vill ägna sig åt.<sup>50</sup> Exempel på mäktiga svenska fondbolag är AP-fonderna, Skandia liv och Robur.

## 3.2 Fondregleringens syften

Tillsammans med finansinspektionens föreskrifter är lagen (2004:46) om investeringsfonder (LIF) det mest centrala regelverket på fondområdet. LIF tillkom mot bakgrund av EG-direktiven 2001/107/EG och 2001/108/EG, vilka är tillägg till de s.k. UCITS-direktiven<sup>51</sup>. Givetvis har även MiFID stor betydelse för fondregleringens utformning, inte minst principen om bästa utförande i artiklarna 21 och 22.1. Enligt denna princip är värdepappersföretag skyldiga att utföra och i övrigt hantera kundorder på de villkor som är mest förmånliga för kunden med hänsyn till pris, kostnader, snabbhet, storlek och andra omständigheter.<sup>52</sup> Detta har kommit till uttryck i 8 kap. 28 – 33 §§ VpmL. Principen om bästa utförande är en skyddsregel för investerare gentemot värdepappersföretagen som utför orderna. Den

<sup>48</sup> Prop 2002/03:150, sid. 116.

<sup>49</sup> Prop 2002/03:150, sid. 116.

<sup>50</sup> Affärsvärlden, *Nya djur i fonddjungeln*, den 1 september 2008.

<sup>51</sup> Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities utgörs av ett flertal EU-direktiv som syftar till att auktorisation i en medlemsstat även skall gälla i övriga medlemsländer.

<sup>52</sup> FSA discussion paper 06/30, *Implementing MiFID's best execution requirements*, sid. 3.

gäller således inte förhållandet mellan värdepappersföretaget och emittenterna av värdepapperen.

I ett internationellt perspektiv kan sägas att fondreglering generellt sett avser fondförvaltaren och dennes kompetens, finansiell styrka, följande av värdepappersmarknadens lagar och regler, att fonden förvaltas av ett oberoende förvaringsinstitut samt eventuella förbud mot belåning och blankning.<sup>53</sup> Orsaken till varför lagstiftaren har velat reglera fondmarknaden är i första hand att tillgodose ett starkt konsumentskydd.<sup>54</sup> Det är av naturliga skäl svårt för konsumenter att bevaka sina intressen i fonden, vad gäller exempelvis värdet av tillgångarna, riskspridning osv. Men långt ifrån alla som investerar i fonder är konsumenter. Därför erbjuder lagstiftningen en möjlighet för fondbolagen att välja om de vill följa huvudreglerna<sup>55</sup> och därmed tillåtas att rikta sig till konsumenter eller om de vill ha friare placeringsregler<sup>56</sup> men i så fall ha restriktioner för hur och i vilken mån de tillåts att rikta sig till allmänheten.<sup>57</sup> Denna distinktion belyses närmare i avsnitt 3.3. En ytterligare aspekt av konsumentskyddet är de motstridiga intressen som finns inom fonden, eftersom andelsägarna vill ha så god avkastning som möjligt samtidigt som fondbolagets ägare vill ha hög vinst.<sup>58</sup> När andelsägarna är konsumenter anses de vara i behov av lagstiftningens skydd.

Ett ytterligare motiv till reglering av fondmarknaden som anges i förarbetena till LIF är säkerställandet av den finansiella stabiliteten.<sup>59</sup> Den s.k. systemrisken avser risken att det finansiella systemet utsätts för en omfattande störning som medför att systemets funktionsförmåga skadas allvarligt.<sup>60</sup> Lagstiftaren har gjort bedömningen att reglering minskar systemrisken och därigenom minskar risken för att det inträffar så omfattande störningar att det smittar av sig på även andra delar av ekonomin.<sup>61</sup> Finanssektorn som helhet har en rad funktioner som alla är en del av den finansiella stabiliteten men de två funktioner som har samband med fonder är riskfördelning och allokering av sparandet.<sup>62</sup>

Värt att notera är att de två skyddsintressena konsumenter och finansiell stabilitet inte helt och hållet följer internationella ställningstaganden. I England, som får anses vara Europas finansiella centrum, är inte konsumentskyddsaspekten lika framträdande utan debatten fokuserar mer på frågor om marknadseffektivitet.<sup>63</sup> I Sverige har emellertid främst konsumentskyddet varit föremål för lagstiftarens intresse i all form av

---

<sup>53</sup> Wood, sid. 337.

<sup>54</sup> Prop 2002/03:150, sid. 125.

<sup>55</sup> LIF kap 5.

<sup>56</sup> LIF kap 6 samt individuella dispenser sanktionerade av FI.

<sup>57</sup> Wood, sid. 337.

<sup>58</sup> Prop 2002/03:150, sid. 132 och FI 2004:8, *Intressekonflikter i fondbolag*, sid. 6.

<sup>59</sup> Prop 2002/03:150, sid. 125.

<sup>60</sup> SOU 1998:160, sid. 225.

<sup>61</sup> Prop 2002/03:150, sid. 125.

<sup>62</sup> Prop 2002/03:150, sid. 126.

<sup>63</sup> Bonde, den 29 oktober 2007.

reglering av finansiella aktörer.<sup>64</sup> Såväl England som Sverige omfattas givetvis av MiFID, varför den faktiska lagstiftningen på området i många avseenden är likvärdig.

### 3.3 Investeringsfonder

LIF delar in begreppet investeringsfond i två kategorier, nämligen värdepappersfond och specialfond. Värdepappersfond kallas sådana fonder som består av finansiella tillgångar och som har bildats efter kapitaltillskott från allmänheten och ägs av dem som skjutit till kapital (1 kap. 1 § 21p LIF). Värdepappersfonder skall vara öppna för allmänheten och är därför omgärdade av omfattande reglering. Ett fondbolag får i princip inte neka någon att förvärva andelar i en värdepappersfond. Specialfonder är den andra fondkategorin som omfattas av LIF. Även specialfonder består av finansiella tillgångar och har bildats genom kapitaltillskott från allmänheten eller från en särskilt angiven och avgränsad krets investerare (1 kap. 1 § 19p LIF). De som har tillskjutit kapitalet är fondens ägare. Specialfonder kan vara slutna, och fondbolaget har således möjlighet att neka någon att förvärva andelar i en specialfond. Av den anledningen kan exempelvis privatpersoner hindras från att köpa andelar i fonden och finansinspektionen kan därför meddela dispens från de konsumentskyddande inslagen i fondregleringen. Därmed blir specialfonden betydligt friare i sina handlingsmöjligheter och omfattningen av de begränsningar som återstår beror på dispensvillkoren som specialfonden i fråga har givits av finansinspektionen. Av naturliga skäl har en fond som endast är öppen för professionella investerare ett mindre behov av tvingande skyddsregler, varför FI relativt enkelt meddelar dispens.

#### 3.3.1 Värdepappersfonder

Värdepappersfonder är den vanligaste typen av fonder och här återfinns bland annat aktiefonder, blandfonder och räntefonder. Det är värdepappersfonderna som avses när det i detta arbete talas om traditionella fonder. Lagstiftningen kring värdepappersfonder är harmoniserad i EU och därför kallas denna typ av fonder ibland även för UCITS-fonder, efter namnet på de bakomliggande direktiven<sup>65</sup>. En följd av att värdepappersfonder är reglerade i enlighet med UCITS är att de får marknadsföras och säljas i alla EU-länder, i enlighet med principen om den fria rörligheten för kapital. Syftet med en harmoniserad EU-lagstiftning är att en fond endast skall behöva söka tillstånd i ett EU-land för att sedan kunna vända sig mot hela den gemensamma marknaden.

Det framgår av 5 kap. 1 § LIF att en värdepappersfond får placera i fondpapper, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument och fondandelar samt på konto i kreditinstitut. Vidare får fonden inneha likvida medel som behövs för dess förvaltning. Det mest utmärkande kriteriet för

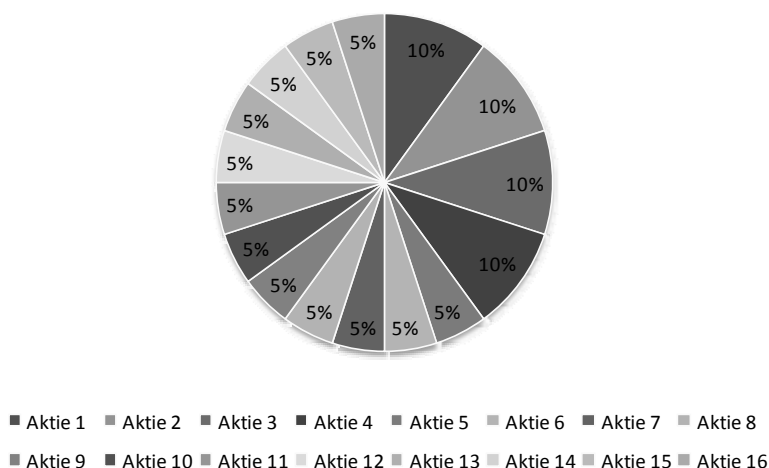
---

<sup>64</sup> Gorton, sid. 64ff.

<sup>65</sup> Jfr not 43.

värdepappersfonderna är deras inbyggda garanti för riskspridning. En värdepappersfond får enligt 5 kap. 6 § LIF som huvudregel inte placera mer än fem procent av fondvärdet i ett enskilt värdepapper. En värdepappersfond får dock innehå upp till 10 procent av fondvärdet i ett enskilt värdepapper under förutsättning att det sammanlagda värdet av sådana tillgångar som har högre värde än fem procent är högst 40 procent av fondens värde. Sammanfattningsvis måste således en värdepappersfond ha minst 16 olika värdepapper. Minimikraven på riskspridning i en värdepappersfond kan illustreras på följande vis:

### Andel av fondvärdet



Vidare framgår av 5 kap. 6 § sista st, att en värdepappersfond inte får innehå värdepapper som getts ut av emittenter i en och samma företagsgrupp till sammanlagt mer än 20 procent av fondens värde.

I 5 kap. 20 § LIF finns en bestämmelse som anger att ett fondbolag inte får förvärva aktier med sådan röststyrka att fondbolaget kan utöva ett väsentligt inflytande i ett enskilt bolag. Det är i praktiken vanligt att fonder har betydligt större riskspridning än denna miniminivå. En annan väsentlig inskränkning i handlingsfriheten för en värdepappersfond är förbudet mot att ta upp lån, att ställa borgen och s.k. öakta blankning<sup>66</sup> (att sälja tillgångar som inte ingår i fonden), enligt 5 kap. 23 § LIF.<sup>67</sup>

### 3.3.2 Specialfonder

Den andra kategorin investeringsfonder kallas specialfonder. Sådana fonder uppfyller inte kraven för värdepappersfonder utan har istället fått finansinspektionens godkännande att på något sätt avvika från de placeringsbegränsningar som gäller för värdepappersfonder i enlighet med UCITS-direktivet. Varje EU-land har liknande undantag från UCITS-kraven

<sup>66</sup> Se Bilaga A för närmare definition.

<sup>67</sup> Se avsnitt 4.1 för en mer ingående diskussion om begreppen äkta och öakta blankning.

men ett tillstånd givet i en medlemsstat gäller endast i den staten.<sup>68</sup> Finansinspektionen kan medge dispens från alla regler i kap. 5 LIF avseende värdepappersfonder men dispensen kan inte innebära frångående av lagens allmänna regler och det måste finnas ett mått av riskspridning även i en specialfond.<sup>69</sup> Specialfonder kallades tidigare nationella fonder eftersom de inte får marknadsföras och säljas i andra EU-länder. Denna benämning förekommer alltjämt men enligt lagtexten är numera specialfond den korrekta benämningen. För den här uppsatsens vidkommande är specialfonderna de mest intressanta eftersom hedgefonder faller under kategorin. Andra exempel på specialfonder är fonder som investerar i onoterade aktier. Enligt 6 kap. 1 § LIF skall en specialfond vara öppen för inlösen av andelar minst en gång om året. Denna regel innebär således att en specialfond kan hindra investerarna från att sälja sina andelar under ett års tid och därmed låsa in pengarna under denna tid, vilket ger fonden en större handlingsfrihet att använda långsiktiga strategier än vad som annars hade varit möjligt. När det gäller tillträde till fonden får fondbestämmelserna, under förutsättning av finansinspektionens godkännande, innehålla krav på den som vill förvärva fondandelar. Specialfonden blir på så sätt slutet.

Viktigt att notera är att specialfonder liksom värdepappersfonder står under Finansinspektionens tillsyn och är skyldiga att kontinuerligt rapportera bland annat risknivån i fonden. Vidare anger 4 kap. LIF att alla investeringsfonder skall lämna års- och delårsrapport samt ge tilläggsinformation om det begärs av andelsägare eller den som vill bli andelsägare. Således vore det fel att påstå att hedgefonder är oreglerade. Sanningen är att de har givits individuella dispenser från delar av LIF, men de allmänna reglerna i lagen gäller alltjämt även hedgefonder. Orsaken varför hedgefonder tillåts existera och varför de särskilda dispenser som krävs medges, är att professionella investerare ska ges möjlighet att satsa på mer riskfyllda strategier. Konsumentintresset gör sig inte gällande, eftersom hedgefonder inte är omedelbart öppna för vanliga konsumenter. Dessutom bidrar hedgefonder med likviditet i sådana tillgångar som kanske annars inte skulle ha omsatts i någon större skala.<sup>70</sup> Det ska tilläggas att värdepappersmarknadens regelverk, i fråga om exempelvis insiderhandel och marknadsmissbruk, givetvis även gäller hedgefonder.

Värdepappersfonder har som nämnts ovan begränsningar för hur stora innehav, i förhållande till fondvärdet, de får ha i enskilda tillgångar. Ett sådant krav leder inte bara till ökad riskspridning utan försvårar även värdepappersfonder från att skapa alltför stora ägarandelar i enskilda bolag och därmed utöva makt i dessa. Specialfonder kan få dispens från förbudet i 5 kap. 20 § LIF mot att förvärva kontroll i ett bolag. Det ger en möjlighet för dessa att ta stora positioner i enskilda bolag. Dock skall tilläggas att 6 kap. 2 § anger att principen om riskspridning även gäller för specialfonder i enlighet med dispensvillkoren från finansinspektionen.

---

<sup>68</sup> Prop 2002/03:150, sid. 117.

<sup>69</sup> Prop 2002/03:150, sid. 323.

<sup>70</sup> Wood, sid. 339f.

### 3.4 Krav på fondbolagens företrädare

Utöver de två övergripande syftena med fondregleringen, d.v.s. konsumentskydd och finansiell stabilitet, är förtroendet för finansmarknaden en anledning till att det föreskrivs lämplighetskrav för de personer som företräder fondbolag.<sup>71</sup> Enligt 2 kap. 1§ LIF måste den som vill bedriva fondverksamhet uppfylla en rad krav i fråga om lämplighet och erfarenhet. Det uttrycks på så vis att det skall finnas skäl att anta att fondbolagets ledning har för avsikt att följa lagar och föreskrifter samt ha tillräcklig insikt i verksamheten. Vidare krävs att fondbolagets ägare eller tilltänkta ägare inte kommer att motverka att verksamheten bedrivs på ett sätt som är förenligt med LIF och andra författningar som reglerar bolagets verksamhet samt även i övrigt är lämplig att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen av ett fondbolag. Med väsentligt inflytande avses enligt förarbetena direkt eller indirekt ägarandel om 10 procent av kapitalet eller rösterna eller på något annat sätt ha möjlighet att utöva väsentligt inflytande över ledningen i fondbolaget.<sup>72</sup> Dessutom krävs att bolaget har sitt huvudkontor i Sverige. Bestämmelsen är riktad till finansinspektionen när den prövar en tillståndsansökan.

Finansinspektionen fokuserar på tre huvudpunkter i sin prövning, nämligen personlig vandel, kompetens och intressekonflikter.<sup>73</sup> Prövningen bygger endast på publika källor och FI fäster ingen vikt vid om personen i övrigt är kunnig, pålitlig, omdömesgill eller ”bra i största allmänhet”. Eftersom FI endast undersöker offentliga uppgifter såsom näringsförbud eller allvarlig ekonomisk brottslighet är prövningen tämligen summarisk och det är snarare fråga om en ”olämplighetsprövning” än en lämplighetsprövning.<sup>74</sup> I fråga om prövningen om intressekonflikter avseende tilltänkta personer i ledningen granskar FI bland annat dubbelt engagemang. En person får inte inneha ledande befattning i flera bolag som står under FI:s tillsyn, även om principen har vissa undantag avseende koncerngemenskap och familjeföretag enligt FI:s praxis.

---

<sup>71</sup> FI, *Prövning av ägare och ledning – en vägledning för finansiella företag*, sid. 2.

<sup>72</sup> Prop 2002/03:150, sid. 160.

<sup>73</sup> FI, *Prövning av ägare och ledning – en vägledning för finansiella företag*, sid. 1.

<sup>74</sup> FI, *Prövning av ägare och ledning – en vägledning för finansiella företag*, sid. 6.



# 4 Hedgefonder

## 4.1 Hedgefonder i siffror

Hedgefonderna har under 2000-talet vuxit kraftigt i såväl storlek som antal.<sup>75</sup> Internationellt har det förvaltrade kapitalet vuxit med 25-30 procent per år och totalt förvaltas uppskattningsvis 2000 miljarder dollar av hedgefonder.<sup>76</sup> De flesta hedgefonder är relativt små, majoriteten har mindre än 800 miljoner kronor i förvaltat kapital och nästan hälften har mindre än 200 miljoner kronor. Det finns emellertid undantag. Som jämförelse kan nämnas att de allmänna pensionsfonderna i Sverige förvaltrade ungefär 150 miljarder kronor vardera år 2006.<sup>77</sup> Trots att hedgefonder står för en liten del av det totala förvaltrade kapitalet, uppskattningsvis två procent, har de en mycket stor betydelse för marknaderna eftersom de är extremt aktiva i sina placeringar och står för 30-50 procent av omsättningen.<sup>78</sup> Även i Sverige har marknaden för hedgefonder utvecklats kraftigt sedan Brummer & Partners lanserade Sveriges första hedgefond Zenit 1996.<sup>79</sup> Sedan dess har Sverige fått ytterligare ett 60-tal hedgefonder och det förvaltrade kapitalet har ökat successivt. År 2006 stod hedgefonderna för drygt sex procent av det totala förvaltrade kapitalet i svenskregistrerade fonder men den siffran är sannolikt högre idag mot bakgrund av hedgefondernas snabbt växande popularitet.<sup>80</sup>

## 4.2 Vad är en hedgefond?

Det finns ingen legaldefinition av begreppet hedgefond men det finns ett antal utmärkande drag som särskiljer dem från andra fonder. Dessa typegenskaper gäller dock inte nödvändigtvis för alla:<sup>81</sup>

- De investerar både långt och kort
- De är belånade
- De har höga och prestationsbaserade avgifter
- De kräver normalt sätt att förvaltaren har egna investeringar i fonden
- De har möjlighet att utnyttja alla typer av finansiella instrument
- De har ett brett investeringperspektiv
- De strävar efter absolutavkastning
- Dess förvaltare står under tillsyn och är reglerade men själva produkten är oreglerad

---

<sup>75</sup> Nyberg, *Är hedgefonderna farliga?*

<sup>76</sup> Nyberg, *Hedgefonderna och den senaste tidens finansiella turbulens.*

<sup>77</sup> Nyberg, *Är hedgefonderna farliga?*

<sup>78</sup> Janér, *Finansmarknadernas utveckling och den finansiella stabiliteten* och Wood, sid. 338.

<sup>79</sup> Brummer & Partners hemsida, den 21 september 2008.

<sup>80</sup> Nyberg, *Är hedgefonderna farliga?*

<sup>81</sup> HFWG Final Report, sid. 13.

Grundtanken med en hedgefond är att den skall ge avkastning oavsett hur marknaden går, vilket brukar kallas absolutavkastning. Teoretisk är det möjligt att uppnå absolutavkastning eftersom det finns finansiella instrument som verkar i motsatt riktning som den underliggande tillgången, exempelvis blankning som ger en avkastning som, lite förenklat, är en spegelvändning av aktiekursen. Om blankningen är oäkta kan den ge upphov till sakrättsliga tvister.<sup>82</sup> Vidare är det vanligt att hedgefonder belånar sina portföljer för att skapa större hävstång i sina positioner. Om man vet att man kan åstadkomma en viss procentuell avkastning så blir givetvis avkastningen större i absoluta termer om man belånar sin placering. mot bakgrund av att hedgefondernas verksamhet är förenad med betydande risker kan allvarliga kreditförluster inträffa hos de som lånar ut pengar till hedgefonderna, vilket vi återkommer till i avsnitt 4.4.

För att det skall vara möjligt att utnyttja belåning, blankning och andra komplicerade finansiella instrument krävs friare placeringsregler än de som värdepappersfonder lyder under. Av den anledningen förutsätter hedgefondverksamhet dispenser från LIF och hedgefonderna faller således under kategorin specialfonder. Däremot har hedgefonder som sagt ingen egen definition i lagen. Dagens hedgefonder förvaltas ofta av personer med lång erfarenhet av finansbranschen, som ser en möjlighet att tjäna stora pengar. Hedgefonder är nämligen betydligt dyrare än traditionella fonder. Det är inte ovanligt med avgifter på två procent av fondens tillgångar samt 20 procent i provision av fondens avkastning.<sup>83</sup> Ofta har förvaltarna placerat egna tillgångar i sina fonder i syfte att förbättra incitamenten och öka fondens trovärdighet.

Som namnet antyder var ursprungligen den minsta gemensamma nämnaren för hedgefonder är att de "hedgade", dvs. säkrade sig mot nedgångar genom positioner som garanterade absolutavkastning. Numera råder emellertid viss begreppsförvirring kring hedgefonder. En strategi som innebär att man hedgar sig mot den s.k. marknadsrisken kallas "marknadsneutral" strategi och är endast en av tre tydligt definierbara strategier som moderna hedgefonder använder sig av.<sup>84</sup> I media benämns ofta alla typer av specialfonder hedgefonder, oavsett om de hedgar eller inte. I det här arbetet gäller att hedgefonder är sådana fonder som kräver absolutavkastning och som för detta ändamål kan utnyttja hela utbudet av finansiella instrument och strategier. Nedan förklaras kortfattat de tre typfallen av hedgefondstrategier, vilka samtliga finns representerade på den svenska marknaden.<sup>85</sup>

---

<sup>82</sup> Jfr Definitionen av oäkta blankning i Bilaga A.

<sup>83</sup> Wood, sid. 339.

<sup>84</sup> Nyberg, *Är hedgefonderna farliga?*

<sup>85</sup> *Allt du behöver veta om hedgefonder*, Aktiespararen nr 5, 2006.

## 4.2.1 Marknadsneutrala hedgefonder

Den ”marknadsneutrala strategin” innebär att hedgefonden tar långa positioner i aktier som bedöms vara undervärderade och korta positioner i aktier som bedöms vara övervärderade.<sup>86</sup> Bedömningen kan ske med hjälp av information och utvärdering av företagets verksamhet eller med hjälp av s.k. teknisk analys. Det senare innebär att man med hjälp av kvantitativa metoder som bygger på historiska data och statistiska sannolikheter beräknar aktiekursernas rörelser, vilket synes fungera så länge börserna inte är osedvanligt turbulenta.<sup>87</sup>

## 4.2.2 Makrohedgefonder

Den andra typen av strategi kallas makroinriktad eller ”directional” och innebär att man analyserar makroekonomiska trender i omvärlden och spekulerar om prisutvecklingen på exempelvis råvaror, varefter man köper derivatinstrument i dessa som förhoppningsvis leder till absolutavkastning.<sup>88</sup>

## 4.2.3 Eventdrivna hedgefonder

En tredje övergripande strategi är ”event driven”, vilket innebär att man försöker hitta aktier vars värde kan komma att påverkas av specifika händelser som exempelvis uppköpserbjudanden, samgåenden eller konkurser. Genom att ta stora positioner precis innan händelsen äger rum skapar fonden avkastning om händelsen inträffar. Typfallet är att köpa aktier i företag som man tror kommer att bli föremål för uppköpserbjudande, vilket typiskt sett driver upp aktiekursen.

## 4.3 Aktiva och aktivistiska hedgefonder

Makro- och eventdrivna hedgefonder är vanligen inte särskilt aktivistiska som aktieägare utan spekulerar uteslutande i omvärldsfaktorer och händelser som någon annan åstadkommer. Bland de marknadsneutrala hedgefonderna finns både aktivistiska fonder och icke-aktivistiska fonder. I det här sammanhanget är det viktigt att särskilja aktiv från aktivistiskt, där det senare innebär att man engagerar sig i de enskilda bolagens verksamhet och det förra att man är aktiv i förvaltandet av portföljen.<sup>89</sup> Hedgefonder som utnyttjar kvantitativa metoder är typfallet för aktiva men icke-aktivistiska, eftersom deras placeringsstrategi är närmast matematisk, snarare än att man engagerar sig i de enskilda bolagens verksamhet. Det uppskattas att 3,3 procent av världens hedgefonders samlade tillgångar är föremål för

---

<sup>86</sup> Se Bilaga A för definition av begreppen.

<sup>87</sup> Jfr Nyberg, *Är hedgefonderna farliga?*

<sup>88</sup> Jfr Nyberg, *Är hedgefonderna farliga?*

<sup>89</sup> Det är närmast en självklarhet att alla hedgefonder är aktiva, eftersom uppdraget att åstadkomma absolutavkastning vore nästintill omöjligt om man inte kontinuerligt utvärderade och omprövade sina tillgångar.

aktivism.<sup>90</sup> Dessa står som sagt i centrum för den här uppsatsen. Med tanke på den låga andelen aktivistiska hedgefonder, inser man att hedgefondaktivism är ett tämligen smalt ämnesområde. Det kan dock komma att växa och det aktualiserar principiellt viktiga frågor, vilket vi får anledning att återkomma till. Från och med avsnitt 5 kommer begreppet hedgefond användas synonymt med aktivistisk marknadsneutral hedgefond om det inte anges specifikt att även andra typer av hedgefonder åsyftas.

## 4.4 Reglering av hedgefonder

I takt med att hedgefonder får alltmer uppmärksamhet i media och växer i popularitet och betydelse på finansmarknaderna, förs debatten om reglering allt intensivare. Hedgefonder har onekligen skapat stor uppståndelse på finansmarknaderna, dels för att de omsätter enormt mycket pengar, dels för att de i vissa uppmärksammade fall har havererat. I synnerhet tre områden har utkristalliserats som de mest aktuella för reglering, nämligen finansiell stabilitet, investerarskydd samt ökad transparens.

Vad gäller finansiell stabilitet kan följande sägas. I förarbetena till LIF uttrycks en oro för att hedgefonder kan bidra till finansiell instabilitet.<sup>91</sup> Dessa synpunkter förs även fram i norska utredningar om reglering av hedgefonder.<sup>92</sup> Det finns ett antal exempel där hedgefonder har missbedömt marknaden och kollapsat dramatiskt på grund av sina stora och kraftigt belånade exponeringar. När en hedgefond kollapsar påverkas i första hand de banker och kreditinstitut som har lånat ut pengar, vilket kan få dominoliknande effekter på kreditmarknaden. Ett av de mest uppmärksammade exemplen var den kraftigt belånade hedgefonden LTCM som kollapsade i slutet av 1990-talet, vilket fick allvarliga följder för dess kreditgivare.<sup>93</sup> Dessa tvingades vidta en gemensam s.k. *bailout*, d.v.s. ett kraftigt kapitaltillskott i syfte att hjälpa den konkursfärdiga hedgefonden att klara sina kortfristaga åtaganden. Åtgärderna räddade LTCM från konkurs men fonden avvecklades år 2000.

Hedgefonderna själva deltar inte i betalningsförmedlingen och det är en begränsad krets av personer som är exponerade mot dem. Enskilda professionella investerare, hedgefondförvaltarna själva samt fonder som investerar i hedgefonder är de intressenter som omedelbart drabbas av ett haveri, vilket LTCM exemplifierar. Förvisso äger många pensionsfonder andelar i hedgefonder men pensionsfondernas portföljer är trots allt diversifierade. Problemet med hedgefonder och den finansiella stabiliteten har istället att göra med de banker som lånar ut pengar till dem.<sup>94</sup> För banker och andra kreditinstitut är det ofta attraktivt att låna ut pengar till hedgefonder eftersom det i regel är fråga om stora belopp. Problematiken uppkommer genom bankernas svårigheter att bedöma risken i

---

<sup>90</sup> HFWG Final Report, sid 13.

<sup>91</sup> Prop 2002/03:150, sid. 126f.

<sup>92</sup> *Forslag til regulering av spesialfond (hedgefond og venturefond)*, sid. 8.

<sup>93</sup> Greenspan, sid. 193ff.

<sup>94</sup> *Forslag til regulering av spesialfond (hedgefond og venturefond)*, sid. 18.

hedgefonderna p.g.a. deras bristande transparens. Det är inte klarlagt huruvida det vore adekvat att reglera hedgefonder med anledning av hotet mot den finansiella stabiliteten.<sup>95</sup> Ett exempel på en hedgefondkollaps där kreditgivarna lyckades hantera situationen utan större kreditförluster var hedgefonden Amaranth vars värde minskade med sex miljarder dollar under en enda vecka på grund av misslyckade terminsaffärer i naturgas.<sup>96</sup> Kollapsen är den största i historien men det faktum att hedgefondens långgivare lyckades klara upp situationen ledde till att många bedömare anser att marknaden är kapabel att hantera dylika situationer själv och att en lagreglering vore kontraproduktiv.<sup>97</sup>

Det andra området i regleringsdebatten gäller investerarskyddet, vilket gör sig gällande i fråga om riskbedömning. En traditionell fond (som endast kan ta långa positioner) är utsatt för marknadsrisken medan en hedgefond snarare har en förvaltarrisk, d.v.s. risken att förvaltaren misslyckas trots att denne har tillgång till instrument som åtminstone teoretiskt kan neutralisera marknadsrisken. För en enskild konsument kan det vara mycket svårt att bedöma förvaltarrisken.<sup>98</sup> En metod för att skydda konsumenter mot hedgefonder, vilka anses vara högriskprodukter är att införa förbud mot att investera i dem för den som inte är en professionell investerare. MiFID har valt denna lösning. På så sätt intervenerar man inte i hedgefondens verksamhet utan endast i vilka som får handla med dess andelar. Som en följd av MiFID tillämpas denna regleringsmetod i Sverige, vilket har beskrivits ovan.

Det tredje området som ofta diskuteras av regleringsförespråkare är ökad transparens. Bristen på transparens innebär att det är svårt att avgöra vilken risknivå en hedgefond skall anses ha. Denna osäkerhet bidrar i sin tur till att investerarna inte vet vad de får när de placerar i hedgefonder. Vidare leder bristen på transparens till att myndigheter har svårt att övervaka hedgefonderna, vilket i sin tur skulle kunna äventyra den finansiella stabiliteten. Som nämntes i föregående kapitel är svenska hedgefonder redan idag föremål för reglering genom LIF:s allmänna bestämmelser samt finansinspektionens övervakning och dispensvillkor. Denna reglering har från hedgefondernas sida kritiserats då de menar att det föreligger en konkurrensnackdel av att vara verksam i Sverige till skillnad från i många andra länder där hedgefonders verksamhet är betydligt friare.<sup>99</sup>

Det förekommer emellertid sällan argument om att hedgefonder bör regleras i fråga om deras roll som aktieägare. Det är i vart fall inte något framträdande inslag i debatten. En orsak till det är att det är en så liten del av hedgefonderna som är aktivistiska. En annan anledning är att det vore oerhört komplicerat och kontroversiellt att belägga en viss typ av aktieägare med restriktioner över hur de får utnyttja sina rättigheter knutna till

---

<sup>95</sup> Jfr *Forslag til regulering av spesialfond (hedgefond og venturefond)*, sid. 18.

<sup>96</sup> *A big hedge fund in trouble*, the Economist, 21 september 2006.

<sup>97</sup> Nyberg, *Är hedgefonderna farliga?*

<sup>98</sup> Prop 2002/03:150, sid. 106f.

<sup>99</sup> Nyman, den 29 oktober 2007.

aktieinnehavet. I synnerhet som hedgefonder är en heterogen och icke-definerad grupp av investerare. Det kan redan här sägas att en särskild lagstiftning som avser just hedgefonder, av dessa skäl är otänkbar, enligt min mening.

#### 4.4.1 Självreglering

Av naturliga skäl är hedgefondernas företrädare skeptiska till ökad reglering och förespråkar i första hand självreglering.<sup>100</sup> Hedgefondernas argument mot mer reglering och ökad transparens är att verksamheten förutsätter att man kan genomföra sina strategier utan insyn.<sup>101</sup> Det går inte att hitta arbitragemöjligheter och felprissättningar om man tvingas redovisa sina upptäckter öppet. Med andra ord kan sägas att hedgefondernas brist på transparens motiveras av deras verksamhet. Samtidigt inser branschens företrädare att deras verksamhet är kontroversiell, inte minst när det gäller bristen på transparens. Det har även utövats påtryckningar från *Financial Stability Forum* att branschen ska ta fram gemensamma normer.<sup>102</sup> Av den anledningen samt hotet om lagreglering finns ett intresse att upprätta gemensamma normer kring verksamheten. Regleringen av hedgefonder skiljer sig åt mellan olika länder och det är framförallt de hedgefonder som är registrerade på olika kanalöar och andra länder med omfattande sekretess som har givit upphov till starkast ifrågasättande.

*The Hedge fund Working Group* (HFWG) är ett internationellt organ, med säte i London, vilket har bildats i syfte att se över införandet av gemensamma normer. Svenska hedgefondförvaltaren Brummer & Partners är en av 14 medlemmar i organisationen. I januari 2008 utgav HFWG en omfattande rapport där man fokuserar på transparens, värdering och riskhantering men nämner även *shareholder conduct*, som en central fråga. I rapporten dras bland annat slutsatsen att marknadsmissbruk ska bekämpas men det görs ingen närmare analys av huruvida hedgefonder har ett särskilt ansvar. Istället konstaterar man att de lagar som finns på aktiebolags- och aktiemarknadsrättens område är tillräckliga.<sup>103</sup> Rapporten har inte någon officiell status men den kan komma att utgöra ett viktigt underlag för vidare diskussioner.<sup>104</sup>

#### 4.4.2 Finansinspektionens roll

Av avsnitt 2.4 ovan framgick att FI:s tillstånd krävs för i princip all yrkesmässig verksamhet på finansmarknaden. Detta gäller även hedgefonder. Finansinspektionen tar inte ställning till hur olika aktieägare agerar så länge de följer de regler som gäller på marknaden. En väsentlig princip som FI utgår från, vilken bland annat följer av MiFID, är att ett fondbolag i förvaltningen av sina fonder alltid ska agera utifrån

<sup>100</sup> Nyman, den 29 oktober 2007 samt HFWG

<sup>101</sup> Nyman, den 29 oktober 2007.

<sup>102</sup> Nyberg, *Hedgefonderna och den senaste tidens finansiella turbulens*.

<sup>103</sup> HFWG Final Report, sid 23f.

<sup>104</sup> Nyberg, *Hedgefonderna och den senaste tidens finansiella turbulens*.

andelsägarnas bästa.<sup>105</sup> Således kan konstateras att FI:s roll dels fokuserar på att verksamheten bedrivs enligt tillståndet, dels att fondens andelsägare behandlas korrekt. Däremot övervakar inte FI vad hedgefonderna gör i rollen som aktieägare.

---

<sup>105</sup> Ode, den 21 maj 2008.

# DEL III AKTIEBOLAGET



# 5 Aktiebolaget och dess styrning

## 5.1 Bolagsstyrning i aktiemarknadsbolag

Aktiebolagslagen (ABL) är det centrala regelverket för svenska aktiebolag, såväl publika som privata. Aktiemarknadsbolagen skiljer sig givetvis markant från de privata aktiebolagen i praktiken, inte minst vad gäller bolagsstyrning, eftersom aktiemarknadsbolagen de facto byter ägarkonstellation dagligen och vem som helst har möjlighet att köpa aktier i dem. Trots det har lagstiftaren valt att endast ha en aktiebolagslag. Motiven bakom det är bl a att det underlättar kategoribyten och att ABL ändå är dynamisk eftersom den innehåller bestämmelser som är i aktieägarnas intresse och att många av reglerna är dispositiva.<sup>106</sup>

För aktiemarknadsbolagen finns därtill ytterligare regelverk, främst den ovan nämnda bolagsstyrningskoden. Maktfördelningen i ett aktiebolag är hierarkiskt fördelad på tre beslutsorgan nämligen, bolagsstämman (7 kap.), styrelsen (8 kap. 1 §) och den verkställande direktören (som är obligatorisk i publika aktiebolag, 8 kap. 50 §). Därtill är revisorn ett fjärde organ men det bortses ifrån i denna framställning eftersom revisorn inte har något inflytande över bolagets styrning. I den här framställningen förutsätts att läsaren har övergripande kunskap om ABL, varför endast sådana bestämmelser som har direkt relevans för detta arbete kommer att studeras närmare.

### 5.1.1 Bolagsstämman

Bolagsstämman är aktiebolagets högsta beslutande organ. Trots att ABL föreskriver en kompetensfördelning brukar man säga att bolagsstämman är omnipotent, vilket innebär att den kan besluta i alla frågor som ett giltigt beslut överhuvudtaget kan fattas.<sup>107</sup> För konstitutionella frågor har stämman en exklusivitet som i princip inte kan delegeras. Bolagsstämma ska hållas minst en gång per år enligt 7 kap. 10 §. Därtill kan extra bolagsstämma hållas om styrelsen anser det påkallat, enligt 7 kap. 13 §. Den mest fundamentala rättigheten som tillkommer en aktieägare är möjligheten att rösta vid bolagsstämman. Rösträtten innefattar även en möjlighet att rösta genom fullmakt. Det avgörande kriteriet för att få delta i bolagsstämman och utöva rösträtten i ett avstämningsbolag är att man är införd i aktieboken fem vardagar före stämman eller en senare dag om det är föreskrivet i bolagsordningen.<sup>108</sup> En aktieägare som inte kan eller vill närvara har rätt att skriftligen utse ett ombud som kan rösta för dennes räkning. Enligt

---

<sup>106</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 4.

<sup>107</sup> Börsrätt, Stefan Lindskog, sid. 56.

<sup>108</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 381.

huvudregeln i 7 kap. 4 § får inte fullmakter samlas in på bolagets bekostnad. Det kan dock göras undantag från denna regel i bolagsordningen. Då är bolaget skyldigt att tillhandahålla ett fullmaktsformulär i samband med kallelsen till bolagsstämman, om aktieägaren begär det. Fullmakten ska vara tydligt avgränsad och får inte vara villkorad på annat sätt än ”Ja” eller ”Nej” som alternativ, i anslutning till respektive förslag som ska behandlas på stämman.<sup>109</sup> Styrelsen ska utse en företrädare för fullmakterna att rösta för deras räkning på bolagsstämman. Det finns inget hinder mot att en aktieägare på egen bekostnad samlar in fullmakter från andra aktieägare i en viss fråga. Fullmakten ska uppfylla de formalitetskrav som anges i ABL 7 kap. 3 § men i övrigt finns inga restriktioner. På så sätt kan en liten aktieägare som driver en viss fråga få stöd av en större grupp aktieägare som sympatiserar med denne trots att dessa inte närvarar på bolagsstämman. Att samla in fullmakter på detta sätt kallas med en engelsk term för ”proxy contest” och används flitigt av aktivistiska hedgefonder. Detta fenomen återkommer i avsnitt 7.5. I bolagsstyrningskoden uppmuntras aktivt deltagande vid bolagsstämman genom följande formulering:

*”För att skapa bästa möjliga förutsättningar för ett aktivt utövande av ägarinflytande bör bolagsstämman genomföras på ett sådant sätt att en så hög andel som möjligt av totalantalet aktier och röster kan vara företrädd på stämman och att ett aktivt deltagande från närvarande aktieägares sida i diskussion och beslutsfattande underlättas.”*

Enligt ABL krävs olika majoriteter beroende på vilken typ av beslut som ska fattas men det står klart att ett fullmaktsinsamlande kan få stor betydelse, främst i sådana frågor som handlar om att blockera ett beslut. Minoritetsskyddsreglerna i ABL föreskriver i flera fall en röstandel om 10 procent för att blockera ett beslut.

## 5.1.2 Styrelsen

Styrelsen utses av bolagsstämman och äger företräda bolaget och teckna dess firma. Styrelsens ordförande har en särskild ställning och är den som ansvarar för att styrelsearbetet sker i enlighet med lagar och regler, såväl internt som externt. Ordföranden fungerar ofta som en länk mellan ledningen och övriga styrelseledamöter.<sup>110</sup> Det finns inga lagregler om hur ofta styrelsen ska sammanträda men det kan anges i bolagsordningen och vanligtvis sker det mellan en och 10 gånger per år.<sup>111</sup> Styrelsen beslutar genom ett röstningsförfarande där enkel majoritet gäller som huvudregel. Vid lika avgör ordförandens röst, enligt 8 kap. 22 §. Styrelsens sammanträden ska protokollföras och den som har avvikande uppfattning från majoriteten har rätt att få detta antecknat. Styrelsen agerar som ett kollegialt organ, d.v.s. styrelsen som helhet agerar som företrädare för

---

<sup>109</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 388.

<sup>110</sup> Sandeberg af, sid. 97.

<sup>111</sup> Sandeberg af, sid. 91.

aktiebolaget.<sup>112</sup> Skadestånds- och straffsanktioner mot styrelsen sker dock på individuell basis.<sup>113</sup>

Enligt bolagsstyrningskoden ska styrelsen utses genom en strukturerad och transparent process som styrs av ägarna. För detta ändamål ska det finnas en valberedning som är bolagsstämman organ för beredning av stämmans beslut i tillsättningsärenden. Valberedningen ska utses av stämman eller efter kriterier som stämman har beslutat om. Valberedningen ska vidare ha minst tre ledamöter och vara oberoende gentemot den nuvarande styrelsen och VD. Detta krav ökar aktieägarnas möjligheter att agera kraftfullt mot styrelsen och på ett enkelt sätt byta ut styrelseledamöter. Valberedningens förslag ska lämnas till styrelsen som ska bifoga detta i kallelsen till bolagsstämman.

Enligt Stockholmsbörsens noteringskrav görs en lämplighetsprövning av styrelseledamöterna vid noteringstidpunkten och när sammansättningen ändras.<sup>114</sup> Noteringskraven kräver vidare att det finns minst två ledamöter som är oberoende av huvudägaren samt att styrelsen är tillräckligt oberoende i förhållande till bolagsledningen. Därför bör majoriteten av styrelsen inte ha sådana affärsförbindelser med företagsledningen att deras oberoende kan ifrågasättas.

I 8 kap. 12 § uppställs ett förbud mot att utse en styrelseledamot som inte har för avsikt att ta del i den verksamhet som ankommer på styrelsen. Detta förbud mot s.k. målvakter motiveras av att den verkliga ägaren, om denne har onda avsikter, inte ska kunna dölja sig bakom en bulvan. Typiskt sett är målvakter personer som mot betalning ställer upp som styrelseledamot men utan egentliga egna avsikter med uppdraget. För det fall någon skulle vilja utse en styrelseledamot som förvisso har kompetens och kunskap men som har motstridiga intressen mot bolaget finns en lojalitetsplikt för styrelseledamöter. Styrelseledamöter är skyldiga att vara lojala mot bolaget när de agerar i sin roll som sådana.<sup>115</sup> Lojalitetsplikten kan rättsligt härledas ur det sysslomannaförhållande som råder mellan styrelsen och ledningen gentemot bolaget, vilket gör att HB 18 kap aktualiseras där denna omsorgs- och lojalitetsprincip framgår.<sup>116</sup> Mot bakgrund av det faktum att många styrelseledamöter de facto har intressen i flera olika bolag innehåller ABL särskilda jävsregler som tar sikte på ekonomiskt motstridiga intressen.

### 5.1.3 VD

VD har i den exekutiva makten vad gäller den dagliga verksamheten. Mot bakgrund av att det övergripande ansvaret för bolaget åvilar styrelsen är det lämpligt att VD utses av styrelsen och inte av stämman.<sup>117</sup> I publika bolag är

---

<sup>112</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 541.

<sup>113</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 542.

<sup>114</sup> OMX, *Guide till börsregler*, 2006.

<sup>115</sup> *Nordisk Børsret*, Afrell, Lars; Klahr, Håkan; Samuelsson, Per, sid. 186.

<sup>116</sup> Dotevall, sid. 273ff.

<sup>117</sup> Sandeberg af, sid. 122.

VD obligatorisk, enligt 8 kap. 50 §. VD utses av styrelsen och har, enligt lagtexten, ansvar för den löpande förvaltningen enligt styrelsens instruktioner. Till skillnad från styrelseledamöterna är VD oftast anställd genom ett tjänsteavtal som gäller mellan styrelsen och VD.<sup>118</sup> VD:s lojalitetsplikt konkretiseras inte i ABL men den allmänna uppfattningen är att VD är skyldig att ”främja bolagets intressen”.<sup>119</sup> VD:s lojalitetsplikt kan rättsligt sett härledas ur arbetsrättslig synpunkt (VD är som sagt anställd), ur sysslomannaskapet samt ur de lagstadgade reglerna om VD:s kompetens. Sammantaget sträcker sig således VD:s lojalitetsplikt längre än endast sysslomannaansvaret och innefattar: lydnadsplikt mot överordade organ, tystnadsplikt, upplysningsplikt, organisationsplikt samt aktivitetsplikt.<sup>120</sup>

## 5.2 Aktiemarknadens omvandling och utveckling

Aktiemarknadens utveckling har varit explosionsartad de senaste 30 åren. År 1980 fanns cirka 100 bolag noterade vid Stockholmsbörsen och den dagliga omsättningen var omkring 30 miljoner kronor.<sup>121</sup> Idag har antalet noterade bolag trefaldigats och den genomsnittliga dagliga omsättningen, på Stockholmsbörsen var 16 miljarder kronor, år 2006.<sup>122</sup> Det motsvarade 120 procent av det totala börsvärdet, vilket innebär att börsen hade en omsättningshastighet på 146 procent.<sup>123</sup> Den genomsnittliga tiden en aktieägare behöll sin aktie var, i enlighet med detta, nio månader. Mot bakgrund av detta är det motiverat att tala om en omvandling av aktiemarknaden. Den främsta orsaken till den ökande omsättningen är att institutioner såsom försäkringsbolag, pensionsbolag och andra kapitalförvaltande fonder har gjort intåg på aktiemarknaden. Tidigare kontrollerades aktiemarknadsbolagen av ett fåtal institutioner, affärsbanker och mäktiga ägarfamiljer. Denna ägarkoncentration underlättades av det för Sverige typiska systemet med graderade aktieslag.<sup>124</sup> Genom att en A-aktie kunde ge tusentals röster i förhållande till en B-aktie var det i stort sett omöjligt att köpa sig till inflytande över ett bolag om man inte hade A-aktieägarna på sin sida. Idag är det endast tillåtet att ha en differens i röstvärde om 10 gånger, enligt 4 kap. 5 §. Numera är som sagt den svenska aktiemarknaden betydligt mer aktiv och bolagen vänder sig direkt till aktiemarknaden för kapitalförsörjning.<sup>125</sup> En följd av det ökade institutionella ägandet har varit att det har uppkommit en diskussion om att institutionerna är svaga ägare som saknar insyn, kontroll och makt över bolagen.<sup>126</sup> De institutionella ägarna är förvisso stora men deras aktieportföljer är så diversifierade att de endast har en mycket liten andel i

---

<sup>118</sup> Sandeberg af, sid. 102.

<sup>119</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 623.

<sup>120</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 624.

<sup>121</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, sid. 53.

<sup>122</sup> Prop 2006/07:115, sid. 252.

<sup>123</sup> Prop 2006/07:115, sid. 252.

<sup>124</sup> *Nordisk Børsret*, Afrell, Lars; Klahr, Håkan; Samuelsson, Per, sid. 182.

<sup>125</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, sid. 53.

<sup>126</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, sid. 54.

varje enskilt bolag och därmed inte heller har tid och möjlighet att engagera sig i ägarrollen utan fokuserar på förvaltarrollen.<sup>127</sup> Denna diskussion resulterade i att corporate governance-begreppet etablerades i Sverige. Utvecklingen mot större makt hos ägarna och utökade kontrollfunktioner präglar den nya aktiebolagslagen och bolagsstyrningskoden.<sup>128</sup>

### 5.3 Förbättrad corporate governance?

Under början av 2000-talet togs viktiga steg i riktning mot förbättrad corporate governance i Sverige. År 2004 presenterades förslag till ”svensk bolagsstyrningskod”<sup>129</sup> som var inspirerad av engelska och amerikanska förebilder.<sup>130</sup> Den amerikanska Sarbanes-Oxley Act från 2002 var en reaktion mot de gigantiska företagsskandalerna i Enron och Worldcom, där ledningen hade gjort sig skyldig till bedrägerier, bokföringsbrott och andra allvarliga felaktigheter i bokföringen. Den nya lagen innebar ökad kontroll och ökat ansvar för styrelsen och ledningen, stärkt oberoende för revisorer samt ökad transparens och skyldighet för börsnoterade bolag att offentliggöra information. Dessa förändringar skedde för att återställa marknadens förtroende för börsbolagen.<sup>131</sup> I Sverige föranleddes den nya bolagsstyrningskoden dels av den internationella trenden, dels av svenska näringslivsskandaler i form av Trustor, Prosolvia, ABB och Skandia. I dessa fall, som inte berörs närmare i detta arbete, ansågs svagt ägande vara en bidragande orsak till att ledningarna tog sig alltför stora friheter på aktieägarnas bekostnad. Bolagsstyrningskoden har beskrivits i 5.1.2. men fråga är vilken praktisk betydelse den har haft? Det är troligen för tidigt att besvara den frågan på annat sätt än att det finns en klar avsikt från normgivarnas sida, nämligen att eftersträva aktiva, engagerade ägare med stora möjligheter till insyn. Det innebär inte att minoriteter ska ha mer operativ makt på majoritetens bekostnad än tidigare, utan är snarare fråga om insyn och kontroll. Det står dock klart att valberedningsorganet som har införts samt det ökade oberoendet mellan styrelseledamöter har bidragit till att nytillkomna ägare i ett bolag har fått ökade möjligheter att få styrelsepositioner och i övrigt utöva starkt inflytande över styrelsens sammansättning. Detta breder väg för olika typer av aktivistfonder, vilket vi har sett prov på de senaste åren.

---

<sup>127</sup> *Börsrätt*, Carina Lundberg Markow, sid 411.

<sup>128</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, sid. 182.

<sup>129</sup> SOU 2004:46.

<sup>130</sup> Jfr brittiska *Cadbury Code* och amerikanska *Sarbanes-Oxley Act*.

<sup>131</sup> Hammarskiöld, Hein, JT 2004-2005, sid. 509.

## 6 Hedgefonder som aktieägare

Trots att specialfonder kan få dispens från förbudet att äga så många aktier i ett enskilt portföljbolag att fonden kan utöva väsentligt inflytande över bolaget, är det ovanligt att hedgefonder äger mer än 10 procent av aktierna i ett bolag. Enligt de aktiebolagsrättsliga reglerna finns ingen situation där en röstandel under 10 procent är tillräcklig för att genomdriva eller förhindra något beslut på bolagsstämman. Trots detta har aktivistiska hedgefonder visat sig besitta ett stort mått av inflytande i bolagen. I detta avsnitt ska ett antal exempel på detta illustreras.

Det är framförallt i USA som en rad uppmärksammade händelser har inträffat där hedgefonders aktivism som ägare har föranlett betydande förändringar i stora företag. År 2005 tvingade hedgefonder McDonald's att stycka av vissa verksamheter och börsintroducera dessa.<sup>132</sup> Den välkände finansmannen Carl Icahns hedgefond pressade under samma år Time Warner Group att ändra affärsstrategi.<sup>133</sup> Vidare har hedgefonder hotat med eller inlett fullmaktsinsamlingar (s.k. proxy contests) i livsmedelskoncernen Heinz<sup>134</sup>, kolgruveföretaget Massey Energy<sup>135</sup> och cigarettillverkaren KT & G<sup>136</sup>. Hedgefonder har även legat bakom påtryckningar om samgående mellan Euronext och Deutsche Boerse<sup>137</sup>. Dessutom har hedgefonder blockerat Novartis tilltänkta förvärv av återstoden i Chiron.<sup>138</sup> Slutligen kan nämnas hedgefonden Children's Investment Fund som satte igång maktkampen om den holländska investmentbanken ABN Amro, genom att på bolagsstämman föreslå en uppstyckning av banken.<sup>139</sup> Hedgefonders aktivism har sällan inneburit att de har haft något signifikant inflytande i den direkt operativa verksamheten i bolagen. Istället handlar det om strukturella åtgärder såsom stora aktieåterköp eller aktieutdelningar, avstyckningar, tillsättande av styrelseposter samt företagsförvärv.<sup>140</sup>

De ovan nämnda exemplen ger fog att påstå att aktivistiska hedgefonder i hög grad är engagerade i portföljbolagens styrning. Således fungerar corporate governance bra i dessa bolag om man definierar corporate governance som starka ägare i förhållande till ledningen. I USA pågår en livlig debatt om huruvida man istället bör stärka ledningens roll i förhållande till aktieägarna, dvs. ett slags omvänd corporate governance. Den välkände amerikanske advokaten Martin Lipton anser att attacker från

---

<sup>132</sup> *Big Shareholder of McDonald's Urges Asset IPO*, Wall Street Journal, 9 november 2005.

<sup>133</sup> *Icahn Tries to Form a Team to Take on Time Warner*, New York Times, 10 augusti 2005.

<sup>134</sup> *Battling for corporate America*, the Economist, 9 mars 2006.

<sup>135</sup> Kahan, Rock, sid. 1.

<sup>136</sup> Kahan, Rock, sid. 1.

<sup>137</sup> Kahan, Rock, sid. 1.

<sup>138</sup> Kahan, Rock, sid. 1.

<sup>139</sup> *FSA guides hedge funds on activism*, Financial Times, 24 maj 2007.

<sup>140</sup> Jar. Skadden, *Dealing with the 'transitory activist' shareholder: hedge funds and others*.

hedgefonder är det allra största dilemmat för bolagsledningar.<sup>141</sup> I Sverige finns dock få förespråkare för omvänd corporate governance, vilket kan bero på att vi inte har märkt av särskilt mycket ägaraktivism ännu. Svenska bolag har traditionellt ägts av ett fåtal starka kontrollägare och därför har ökat minoritetsskydd genom förbättrad corporate governance hamnat i fokus.<sup>142</sup> Numera har dock de starka kontrollägarnas makt minskat och till viss del ersatts av institutionella ägare med större fokus på aktien som en kortsiktig placering.<sup>143</sup> Denna utveckling skapar en grogrund för aktieägaraktivism, vilket vi således kan komma att se mer av i framtiden. En intressant aktör i detta riktning är Christer Gardell och hans fond Cevian, vars aktivism har skapat såväl beundran som irritation.<sup>144</sup>

Under 1980-talet skedde en förändring av ägandet i storbolagen från en stor mängd småsparare med obefintliga resurser att kontrollera och övervaka bolagen till en ökad koncentration av fonder.<sup>145</sup> Många ansåg då att denna utveckling skulle innebära förbättrad corporate governance, eftersom fonderna hade betydligt större resurser. Denna förhoppning infriades inte helt men många drar paralleller med dagens hedgefonders ökade aktivitet som ägare. Kanske kommer de att innebära en förbättring av corporate governance eller åtminstone en förändring av aktieägarbeteendet? Frågan är således om hedgefonderna är de perfekta aktieägarna som korrigerar alla bolagets missförhållanden eller om deras jakt efter snabb avkastning är skadlig för bolagen, de övriga aktieägarna och ekonomin som helhet? Vi skall nedan granska några positiva och negativa effekter av hedgefondernas aktivism och analysera dessa i ett juridiskt sammanhang.

## 6.1 Skillnader mellan aktivistiska hedgefonder och private equity

Det kan sägas att de aktivistiska åtgärder som beskrevs i föregående stycke talar för att skillnaden mellan hedgefonder och andra typer av investeringsverksamheter har blivit allt mer diffusa. Ett konkret exempel är den verksamhet som private equity bolag ägnar sig åt i stor utsträckning liknar den strategi som aktivistiska hedgefonder har. Private equity bolag förvärvar bolag som de anser vara möjliga att förbättra genom olika operativa eller finansiella åtgärder. Efter ett antal år avyttras bolagen till ett högre pris, varmed en attraktiv avkastning kan tillgodogöras private equity bolaget. Förvärven är till stor del lånefinansierade, varför private equity bolaget är beroende av kreditgivare. Likheterna med aktivistiska hedgefonder är påtagliga, då det handlar om att effektivisera bolag för att

---

<sup>141</sup> Kahan, Rock, sid. 2.

<sup>142</sup> Se exv. Bilaga 6 till SOU 2004:47, sid. 151 samt Karin Forsekkes särskilda yttrande i SOU 2004:46, sid. 53f.

<sup>143</sup> Jfr SOU 2004:47, sid. 178ff.

<sup>144</sup> Se exv. *Storbråk i Teliasonera*, Veckans affärer nr 43 2006 och *Klassresenären*, DN, 26 december 2005.

<sup>145</sup> Kahan, Rock, sid. 18.

dessa ska stiga i värde varefter man avyttrar innehavet. Man kan påstå att aktivistiska hedgefonder och private equity egentligen är ”samma affärsmodell i olika kostymer.”<sup>146</sup> En väsentlig skillnad är emellertid att private equity bolag de facto äger hela målbolagen, varför det inte uppstår intressekonflikter med andra aktieägare ifråga om hur bolagen styrs. Aktivistiska hedgefonder är emellertid endast minoritetsägare, varför intressekonflikter kan uppstå med andra ägare. Även HFWG medger att det finns likheter mellan vissa typer av hedgefonder (aktivistiska) och private equity.<sup>147</sup>

## 6.2 Aktivismens positiva effekter

Aktieägaraktivism som utförs av hedgefonder kan betraktas som positiv när den gynnar alla aktieägare och det följaktligen inte finns några intressekonflikter inom aktieägarkollektivet. Det kan förvisso finnas aktörer som missgynnas av de aktivistiska åtgärderna, vilket vi skall studera närmare senare, men med utgångspunkt i att ett företag finns till för dess ägare kan viss aktivism kallas positiv. Som nämdes i 4.3 är endast 3,3 procent av hedgefondernas tillgångar föremål för aktivism. Följaktligen utgör inte aktivism huvuddelen av hedgefonders verksamhet men det kan argumenteras för att hedgefonder dominerar vissa typer av aktivistiska åtgärder, vilket vi återkommer till nedan i en jämförelse mellan hedgefonder och traditionella fonder.

Det är mycket sällsynt att hedgefonder äger så stora andelar att de på egen hand kan fatta beslut på bolagsstämmor. Den vanligaste formen av aktivism är att försöka påverka ledningen på andra sätt än enbart genom den egna rösträtten på bolagsstämman. Det kan vara att uttala sig i media om företagsledningen, att utöva informella påtryckningar direkt mot ledningen, att genomföra proxy contests, d.v.s. att samla in fullmakter från andra aktieägare, för att ta plats i styrelsen eller att driva rättsliga processer mot bolagsföreträdare.<sup>148</sup> Det förekommer även att hedgefondens företrädare samarbetar med bolagsstyrelser genom att bistå med finansiell expertis och liknande kompetens.<sup>149</sup>

När hedgefonden Third Point LLC förvärvade sex procent av aktierna i Star Gas utövade Third Point påtryckningar genom mediala kanaler.<sup>150</sup> Hedgefonden kritiserade bolagets VD dels för det sätt han styrde bolaget, dels för hans personliga olämplighet. Han hade bl a utsett sin 78-åriga mor att arbeta för styrelsen samt en del övriga missförhållanden i bolagsstyrningen. Kritiken tvingade VD:n att avgå.

---

<sup>146</sup> Janér, *Finansmarknadernas utveckling och den finansiella stabiliteten*.

<sup>147</sup> HFWG Final Report, sid 13.

<sup>148</sup> Kahan, Rock, sid. 4.

<sup>149</sup> Wiborg, den 29 oktober 2007.

<sup>150</sup> *Third Point Demands that Star Gas CEO, Irik Sevin, Resigns and Returns Keys to Company Car*, PR Newswire, 14 februari 2005.



Utöver de aktivistiska åtgärder som tar sikte på bolagsstyrningen kan hedgefonder även rikta sin aktivism mot kontrollen över bolaget. Det kan ske genom att försöka blockera genomförandet av uppköp när hedgefonden är aktieägare i det förvärvande bolaget. Deutsche Boerse (DB) misslyckades år 2000 med försöket att förvärva London Stock Exchange (LSE). Fyra år senare gjorde DB ett nytt försök, vilket ledde till en budstrid med Euronext som också hade visat intresse för LSE. DB ägdes till fem procent av hedgefonden The Children's Investment Fund (TCI). TCI var kritiska till budet och menade att pengarna skulle skapa mer värde genom ett aktieåterköp istället. Tillsammans med en annan minoritetsägare lyckades TCI påkalla en extra bolagsstämma samt mobilisera ett tillräckligt kraftigt motstånd för att DB:s styrelse skulle dra tillbaka budet. Efteråt tackade övriga aktieägare TCI för dess insats att stoppa budet.

*"The hedge funds have done a marvellous job. No matter how we feel about companies, traditional managers simply cannot move as fast to achieve our aims. We were right behind (the hedge funds), but we couldn't have done it without them."*<sup>151</sup>

En annan typsituation rörande kontroll är när hedgefonden är aktieägare i målbolaget vid ett uppköpserbjudande. Den försöker då trissa upp budet genom att motsätta sig det. Detta är vanligt förekommande och ofta framgångsrikt.<sup>152</sup> Det finns även exempel där hedgefonder ensamma eller i samarbete har försökt att förvärva de bolag de har investerat i. Orsaken till detta kan vara att man vill få igång en budgivningsprocess genom vilken man kan höja värdet på bolaget. I de fallen är det tänkbart att hedgefonden inte ens avser att förvärva bolaget, vilket skulle strida mot aktiemarknadsrättsliga principer.<sup>153</sup> En annan orsak kan vara att hedgefonden faktiskt tror sig kunna förvalta bolaget bäst på egen hand, exempelvis i fråga om att anpassa kapitalstrukturen.<sup>154</sup> Ett bud med sådana avsikter är ren private equity-verksamhet och inte särskilt vanligt bland hedgefonder. Vidare krävs en dispens från regeln i 5 kap. 20 § LIF angående förbud att förvärva väsentligt inflytande. Även om FI förvisso ger dispens från regeln är det inte troligt att man i dispensvillkoren ges frihet att förvärva ett helt bolag.

### **6.3 Skillnader mellan hedgefonders aktivism och traditionella fonders ägarbeteende**

Traditionella fonder är enligt lag begränsade i hur aktiva de kan vara i sitt ägande, såtillvida att det finns krav på riskspridning, vilket framgick i

---

<sup>151</sup> *Saved by the growing power of hedge funds*, Sunday Times, 13 mars 2005.

<sup>152</sup> Jfr Kahan, Rock, sid. 12.

<sup>153</sup> Jfr principen om respekt för aktiemarknaden i NBK:s regelverk angående offentliga uppköpserbjudanden och artikel 3d i takeover-direktivet (2004/25/EG).

<sup>154</sup> Kahan, Rock, sid. 13.

avsnitt 3. Fondlagstiftningen fokuserar på förvaltarrollen snarare än ägarrollen. Vidare har globaliseringen och avregleringen av de finansiella marknaderna medfört att det utländska ägandet har ökat kraftigt på den svenska börsen.<sup>155</sup> Ytterligare faktorer är att de traditionella fonderna saknar industriell kompetens, de har ofta starka kopplingar till olika maktsfärer samt att de har tydligt fokus på avkastning genom riskspridning. Dessa karaktärsdrag kan vara förklaringar till varför de inte är särskilt aktiva i sin ägarroll.<sup>156</sup> Hedgefonder har starkare incitament och större möjligheter att vara aktivistiska i sitt ägande än traditionella fonder, eftersom deras ägare kräver absolutavkastning samt att de är mindre diversifierade och således kan ha större fokus på varje enskilt bolag i portföljen. Vidare har hedgefonder sällan de lojalitetsband som präglar traditionella fonder och gör dessa mer konflikträdde. Dessa utgångspunkter ger hedgefonder stora möjligheter att engagera sig i bolagsstyrningen. Den aktivism som traditionella fonder utöver är mer fokuserad på bolagens allmänna corporate governance regler än på specifika problem i de enskilda bolagens styrning.<sup>157</sup> Traditionella fonder tenderar att rikta samma åtgärd mot alla sina portföljbolag samtidigt. Således åstadkommer de små förändringar i ett stort antal bolag med hjälp av en mycket liten arbetsinsats. Det är dock mindre sannolikt att de åstadkommer genomgripande förändringar i enskilda misskötta företag. På den punkten har dock hedgefonderna visat sig vara skickliga. Det är rentav ett led i en hedgefonds strategi att, precis som private equity bolag, köpa aktier i misskötta bolag, åtgärda problemen med hjälp av aktieägarmakten och därefter avyttra de "förädlade" aktierna.

## 6.4 Aktivismens negativa effekter

Hedgefonders aktivism i bolagsstyrningen är inte nödvändigtvis till gagn för alla aktieägare. Hedgefonders enda syfte är att skapa avkastning för sina andelsägare. Detta syfte har förvisso andra aktieägare också men det faktum att hedgefonder är mer flexibla i sitt ägande och har tillgång till mer dynamiska finansiella verktyg än traditionella fonder innebär att det kan uppstå konfliktfyllda situationer. När det uppstår intressekonflikter inom aktieägarkollektivet p.g.a. aktivism från en hedgefond kan det vara befogat att tala om negativa effekter av aktivismen. Det skall dock poängteras att enbart det faktum att det råder oenighet inom aktieägarkollektivet är inte skäl nog för att kritisera aktivistiska hedgefonder. Vi skall studera ett antal exempel där frågan ställs på sin spets.

Det finns exempel på fall där hedgefonder har utnyttjat ägandet i ett bolag för att höja värdet av ett annat bolag och där deras agerande i egenskap av aktieägare inte har tagit sikte på bolagets bästa utan andra intressen.

---

<sup>155</sup> *Börsrätt*, Carina Lundberg Markow, sid 410.

<sup>156</sup> *Börsrätt*, Carina Lundberg Markow, sid 410.

<sup>157</sup> Kahan, Rock, sid. 16.

År 2004 lade det franska finanskonglomeratet AXA bud på det amerikanska försäkringsbolaget MONY.<sup>158</sup> Hedgefonder fanns representerade bland aktieägarna i både säljarbolaget och köparbolaget. Highfields var en hedgefond som ägde cirka fem procent i MONY och drev en påkostad kampanj mot budet. Genom att annonsera i amerikansk affärspress och starta en hemsida ville Highfields övertyga MONY:s aktieägare att säga nej till AXA:s bud. Komplikationen gäller emellertid inte Highfields opposition som sådan utan syftena bakom den. AXA hade nämligen ställt ut konvertibla skuldebrev till sina aktieägare för att finansiera förvärvet. Konvertiblerna skulle konverteras till aktier i AXA om förvärvet genomfördes alternativt återbetalas till det nominella beloppet om transaktionen inte genomfördes. Givet förutsättningarna skulle konvertiblerna vara betydligt mer värda om affären genomfördes än om den inte genomfördes. Highfields hade blankat sådana konvertibler, vilket alltså innebar att hedgefonden skulle tjäna stora pengar till följd av detta om affären inte genomfördes. På detta sätt utnyttjade alltså Highfields sin ställning som aktieägare i MONY för att tjäna pengar på ett helt annat finansiellt instrument. Fallet illustrerar en problematik som endast rör hedgefonder. Traditionella fonder får inte blanka konvertibler och dessutom äger de ofta aktier i både köpar- och säljarbolaget, om det är fråga om börsbolag. När så är fallet kommer de att stödja affären ifall den totalt sett skapar mer värde än vad bolagen enskilda är värda.

Ett annat exempel på intressekonflikter som kan uppstå när hedgefonder utövar aktivism är s.k. *empty voting* som i praktiken innebär att man köper rösträtten till en aktie utan att utsätta sig för aktiens ekonomiska risk.<sup>159</sup> Detta kan ske genom att man lånar en aktie mot visst vederlag, varmed man övertar rätten att rösta för aktien.<sup>160</sup> År 2004 avtalade Mylan Laboratories om ett samgående med King Pharmaceuticals, som innebar att Mylan skulle förvärva King, vars aktieägare skulle erhålla Mylan-aktier. Affären gjordes dock beroende av samtycke från respektive bolags aktieägare. Mylans aktie sjönk i samband med offentliggörandet av affären och det var osäkert huruvida Mylans aktieägare skulle stödja sammanslagningen, som föreföll mest gynna King.<sup>161</sup> Hedgefonden Perry hade ett betydande antal aktier i King och räknade med stor förtjänst om affären blev av. Perry utnyttjade i det läget *empty votes* genom att förvärva Mylan-aktier som var totalt hedgade, vilket innebar att Perry kunde rösta för 9,9 procent av Mylans aktier, helt utan att ta på sig egen ekonomisk risk. Perry kunde alltså rösta i Mylan trots att hedgefondens enda intresse var King. Fallet illustrerar en uppenbar intressekonflikt som uppfinningsrika finansiella instrument kan medföra. I termer av corporate governance förefaller *empty voting* vara uppseendeväckande, eftersom det ger möjlighet för utomstående med oberäkneliga intressen att få inflytande i bolaget, utan att utsätta sig för den ekonomiska risk som ska vara förknippad med aktieäggande.

---

<sup>158</sup> Jfr Kahan, Rock, not 208-214.

<sup>159</sup> Hu, Black, sid. 823.

<sup>160</sup> Se avsnitt 7.6.

<sup>161</sup> Steyer, 10 maj 2008

En ytterligare situation som ger upphov till betänkligheter är när hedgefonder utnyttjar blankning, vilket traditionella fonder som bekant inte får göra. Om hedgefonden i fråga eller dess företrädare samtidigt äger aktier i bolaget har han såsom aktieägare möjlighet till inflytande i exempelvis tillsättandet av styrelse. Skall han i så fall lyfta fram en styrelsekandidat som han tror kommer att sänka bolagets aktie? På så sätt skulle han kunna gynna hedgefonden på de traditionella fondernas bekostnad. Situationen är beskriven av Wider och Scanlan, dock utan att presentera några exempel från verkligheten.<sup>162</sup> Här kan emellertid erinras om den lojalitetsplikt en styrelseledamot har gentemot bolaget, varför situationen torde vara närmast teoretisk.

## 6.5 Kortsiktighet

En vanligt förekommande invändning mot hedgefondernas aktivistiska ägande är att det är kortsiktigt och därför missgynnar bolagets långsiktiga intressen.<sup>163</sup> Martin Lipton intervjuades i *the Economist* och sade: ”*We have gone from the imperial CEO to the imperial stockholder.*”<sup>164</sup> Detta, menade Lipton, skulle innebära en katastrof för den amerikanska ekonomin. Om påstridiga aktieägare tvingar ledningar att ta kortsiktiga beslut hindras företagen från att göra nödvändiga långsiktiga investeringar. Å andra sidan är frågan om kortsiktighet inte specifik för hedgefonder (även om de tenderar att vara mer dynamiska i sina positionsförflyttningar). Vidare finns det enligt min mening ingen juridisk grund för att påstå att ett visst tidsperspektiv ska iakttas. Frågan är av ekonomisk natur och det bör vara upp till varje enskild investerare att avgöra vilken horisont han eller hon föredrar. De eventuella intressekonflikter som uppstår med anledning av skilda tidshorisonter är en naturlig följd av den öppna aktiemarknaden. En grundläggande tanke med aktiemarknaden är den fria omsättningen och den principen måste respekteras. Vidare kan en parallell dras till avsaknaden av regler om affärsbeslut i aktiebolagsrätten. Lagstiftaren har varken möjlighet eller anledning att sätta upp regler för vad som är affärsmässigt.<sup>165</sup>

---

<sup>162</sup> Jar. Wider, Scanlan, *Hedge Funds: The Regulatory Landscape at a Crossroads*, *The Journal of investment compliance*, summer 2003.

<sup>163</sup> Jar. HFWG Final Report.

<sup>164</sup> *Battling for corporate America*, *the Economist*, 9 mars 2006.

<sup>165</sup> Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, sid. 254.

# DEL IV SAMBANDEN

# 7 Sambanden mellan och inom aktiemarknaden, aktiebolagen och hedgefonderna

## 7.1 Glapp mellan aktiebolags- och aktiemarknadsrätt

Inom aktiebolagsrätten finns detaljerade bestämmelser om aktiebolagets bildande, dess kapital, borgenärsskydd, minoritetsskydd och bolagsstyrning. Det saknas emellertid bestämmelser om situationer som kan uppstå när aktiebolaget har att förhålla sig till en aktiemarknad.<sup>166</sup> Det saknas en lagstiftningsmässig brygga mellan de regler som rör bolaget som sådant och de regler som rör handeln med bolagets aktier. Enligt min mening kan detta bero på juristers fallenhet för att, på ett strukturellt sätt kategorisera juridiken i tydligt avgränsade rättsområden. Denna logiska indelning sker dock på bekostnad av att rättsliga problem i vissa fall spänner över flera olika rättsområden och hamnar därför mellan stolarna. När det gäller aktiemarknadsrätten är det tydliga perspektivet marknaden medan aktiebolagsrätten tydligt fokuserar på aktiebolaget. Stefan Lindskog har identifierat ett antal typsituationer när dessa två rättsområden hamnar i konflikt på ett sätt som lagstiftaren inte har löst.<sup>167</sup>

En fråga rör de kostnader som bolaget ådrar sig i samband med aktiviteter mot aktiemarknaden. Sådana kostnader är att betrakta som värdeöverföringar och begränsas såtillvida att det fria egna kapitalet måste ha täckning. Det kan dock uppstå situationer när det är affärsmässigt motiverat att utföra dylika värdeöverföringar, trots att det inkräktar på det bundna egna kapitalet. Om bolaget tvingas ådra sig kostnader hänförliga till aktiemarknadsrelaterade åtgärder, såsom informationsspridning, möten med investerare, försvarsåtgärder vid publika bud el likn. uppkommer en konflikt med kapitalskyddsreglerna i de fall bolaget inte har fritt eget kapital som täcker kostnaderna. Enligt ABL är sådana värdeöverföringar endast tillåtna om de ligger i borgenärernas intresse. Om kostnaderna syftar till att skaffa kapital ligger det inom borgenärernas intresse, men om det exempelvis är fråga om försvarsåtgärder för att hindra ett uppköp ligger det förmodligen inte i borgenärernas intresse. Styrelsen tvingas pröva om varje förestående aktiemarknadskostnad ligger inom ramen för det fria kapitalets täckning, och om så inte är fallet pröva huruvida den strider mot borgenärernas intresse. Denna problematik kan innebära att bolagen inte har möjlighet att uppfylla de skyldigheter som aktiemarknadens regler föreskriver.

---

<sup>166</sup> Börsrätt, Stefan Lindskog, sid. 57.

<sup>167</sup> Börsrätt, Stefan Lindskog, sid. 58.

En annan mycket viktig fråga är huruvida bolagsstyrelsen ska engagera sig i åtgärder för att vårda aktiekursen. Styrelsen ska agera i aktieägarnas intresse och det ligger onekligen i aktieägarnas intresse att aktiekursen vårdas. Samtidigt får givetvis inte aktiekursen manipuleras genom exempelvis stödköp av egna aktier i manipulativt syfte. Legitimt vårdande av kursen är att ge god information. Den omfattande informationsplikt som bolaget har gentemot aktiemarknaden är emellertid kostsam och det kan uppstå situationer när kostnaderna för detta inkräktar på bolagets fria egna kapital varvid samma typ av problematik som beskrevs i föregående stycke uppstår. Bolagets styrelse bör inte engagera sig i aktiekursen på annat sätt än att ge korrekt information till aktiemarknaden. Orsaken är att styrelsen i så fall skulle blanda sig i fördelningen mellan aktieägarna. Bolagets värde för aktieägarna som kollektiv är summan av de totala transaktioner som sker mellan aktieägare och bolaget under bolagets livstid. Den skada som en aktieägare lider av att sälja en, tillfälligtvis, undervärderad aktie kompenseras av den vinst en annan aktieägare gör när han köper den undervärderade aktien.<sup>168</sup> Således innebär en intervention i aktiekursen från styrelsens sida att den lägger sig i fördelningen mellan aktieägarna, vilket den inte får göra.

En tredje fråga som Lindskog har fört fram är hur styrelsen ska agera i en budsituation. Ovan diskuterades kostnader i samband med att det läggs ett bud på bolaget. En principiellt ännu viktigare fråga är hur bolagets styrelse ska hantera situationen. Styrelsen är som sagt skyldig att ge aktieägarna en rekommendation om huruvida budet är ”fair”. I en sådan situation blir styrelsen en gestor (att handla utan uppdrag) för aktieägarna, eftersom styrelsen har aktieägarnas uppdrag att sköta bolagets angelägenheter men en budsituation framkallar ett förhållande som sträcker sig utanför detta uppdrags ursprungliga ramar. Likväl ska styrelsen avge en rekommendation till aktieägarna men denna skyldighet följer av LUA, inte av det ursprungliga uppdraget. Läget kan bli synnerligen delikat om det finns olika åsikter inom styrelsen och inom aktieägarkollektivet. De aktieägare som har förvärvat sina aktier billigare än budnivån har möjligen en mer positiv inställning till budet än de aktieägare som har förvärvat sina aktier dyrare än budnivån. Det är mycket svårt för styrelsen att avgöra huruvida budet är bra eller dåligt eftersom det beror på vilka prognoser man gör inför framtiden. Dessa prognoser kan vara färgade av en överdriven pessimism om man företräder den förra kategorin aktieägare och tvärtom om man företräder den senare kategorin. En styrelseledamot har rätt att reservera sig mot ett beslut och få detta antecknat i protokollet.<sup>169</sup> Syftet med denna rättighet är att en styrelseledamot ska kunna undgå skadeståndsanspråk från aktieägare om beslutet är felaktigt.<sup>170</sup> En rekommendation till aktieägarna i en budsituation är emellertid inget beslut, utan just en rekommendation. Därmed har en styrelseledamot ingen rättighet gentemot protokollföraren att få sin åsikt antecknad.<sup>171</sup> Protokollet har emellertid endast en presumtionsverkan och är

---

<sup>168</sup> *Börsrätt*, Stefan Lindskog, sid. 63.

<sup>169</sup> Sandström, sid. 219.

<sup>170</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 612.

<sup>171</sup> Jfr Nerep, Samuelsson, sid. 612.

inget exklusivt bevismaterial. I praktiken förefaller det vara osannolikt att en enskild styrelseledamot skulle vägras möjlighet att få sin åsikt antecknad i protokollet. Detta skulle i vart fall inte ha avgörande betydelse för hans ansvar eftersom protokollet bara är en presumtion.<sup>172</sup>

Lindskog menar att när styrelsen agerar som gestor för aktieägarkollektivet kan inte det aktiebolagsrättsliga ansvarssystemet gälla. Istället bör traditionella skadeståndsrättsliga principer tillämpas men frågan är inte behandlad inom varken aktiebolagsrätten, rättspraxis eller doktrin<sup>173</sup> och man kan därför tala om ett glapp mellan rättsområdena.

## 7.2 Intressekonflikter och lojalitetskonflikter

ABL kan sägas bygga på fyra grundprinciper som begränsar bolagsorganens handlingsfrihet och styr hur förvaltningen ska ske.<sup>174</sup> Dessa principer är:

- Likhetsprincipen, som framgår av 4 kap. 1 § och innebär att alla aktier av samma slag ska behandlas lika, exv. i fråga om utdelning
- Generalklausulen, som förbjuder bolagsorganen att fatta otillbörliga beslut
- Vinstsyftet, som innebär att bolagets enda syfte är att skapa vinst åt dess aktieägare och att alla åtgärder som strider mot det är förbjudna
- Verksamhetsföremålet, som innebär att bolaget endast får bedriva den verksamhet som framgår av bolagsordningen

I bolagsordningen kan föreskrivas undantag från dessa grundprinciper men det är av intresse att nämna dem i detta sammanhang eftersom de anger spelreglerna för ett aktiebolag. Grundprinciperna ger i sin tur upphov till ett antal typiska intressekonflikter. De intressekonflikter och regleringsmodeller som brukar nämnas när man talar om företagets interna angelägenheter är följande:<sup>175</sup>

<i>Intressekonflikt</i>	<i>Regleringsmodell</i>
1. Företagsledning mot aktieägarna	Lojalitetsplikt
2. Majoritet mot minoritet	Minoritetsskydd
3. Aktieägare mot borgenärer	Borgenärsskydd

När det gäller konfliktgrupp nummer 2 har hedgefonders aktivism gett anledning att ifrågasätta de antaganden som aktiebolagsrätten bygger på.

<sup>172</sup> Jfr Nerep, Samuelsson, sid. 612.

<sup>173</sup> Jfr exv. Torgny Håstads avhandling om handlande utan uppdrag, Håstad, 1973.

<sup>174</sup> Sandeberg af, sid. 131.

<sup>175</sup> Bergström, Samuelsson, sid. 28ff.



Traditionellt sätt talar man om konflikten mellan majoritet och minoritet, där minoriteten ska skyddas. Med beaktande av hedgefonder som en ägargrupp är konflikten mer intrikat än så. Det kan handla om fundamentalt olika utgångspunkter för ägandet om man jämför en aktiefond med en hedgefond.

Det faktum att olika aktieägare har olika intressen och synpunkter är närmast självklart. Men avsnitt 6 har visat att aktieägares skilda agendor kan vara av mer fundamentalt slag än endast olika uppfattning om vad som är bäst för bolaget ur affärssynpunkt. Det aktiebolagsrättsliga systemet sätter upp en rad skyddsmekanismer för minoriteten, vilket kan synas vara bra i en värld där alla aktieägare strävar efter att bolaget ska gå bra. I avsnitt 6 gavs emellertid exempel på situationer där hedgefonder har utnyttjat aktiernas rösträtter trots att de har haft helt andra syften än bolagets bästa intresse. Liknande resonemang gäller alla situationer där hedgefonder har positionerat sig på ett sätt som gör att de inte strävar efter ett rationellt beslut i det enskilda bolaget men där de trots det har haft möjlighet att rösta. I de fallen har de rigorösa minoritetsskyddsreglerna bidragit till att underlätta för de aktieägare som inte har haft bolagets bästa för ögonen. Således kan det diskuteras huruvida konfliktgrupp nummer 2, liksom konfliktgrupp nummer 1, borde ha en regleringsmodell som förutom minoritetsskydd även byggde på lojalitetsplikt i någon form.

Skillnaden mellan intressekonflikt och lojalitetsplikt är inte alldeles uppenbar. En distinktion är emellertid att intressekonflikter innefattar konflikter mellan någons förpliktelser gentemot någon annan och personens *egna* intressen. En lojalitetskonflikt innefattar konflikter mellan flera olika förpliktelser som en person har och där en eller flera av dessa förpliktelser inte kan tillfredsställas eftersom de är i *konflikt med varandra*.<sup>176</sup> I detta arbete är således intressekonflikten mer central än lojalitetskonflikten, eftersom hedgefondens egna intressen står i strid med aktiebolagets intressen. Denna intressekonflikt fångas inte av det traditionella aktiebolagsrättsliga konflikterna som angavs ovan. Att det föreligger en intressekonflikt är förvisso inget unikt i näringslivet. I princip är ju intressekonflikter närmast en förutsättning för ekonomisk aktivitet eftersom de bidrar till effektiva marknader.<sup>177</sup> I det här fallet förvärras emellertid konflikten av det faktum att intressekonflikten inte är synlig för övriga aktieägare.<sup>178</sup> I fallet MONY-AXA visste inte MONY:s aktieägare att Highfields intressen hade en helt annan utgångspunkt än MONY:s bästa. Av det skälet kan det finnas anledning att intervensera i denna intressekonflikt.

## 7.3 Aktier och aktieägare

Att äga en aktie är förenat med risk, eftersom avkastningen är beroende av bolagets resultat samt framtida resultat vilket i sin tur ger aktien ett värde.

---

<sup>176</sup> *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Nord, Thorell, sid. 19.

<sup>177</sup> Jfr *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Blåvarg, Jansson, sid. 112.

<sup>178</sup> Jfr *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Blåvarg, Jansson, sid. 112.

Detta motiverar att aktieägaren, som utsätter sig för risken ska ha rätt till inflytande och insyn i bolagets verksamhet. En aktie innefattar således ekonomiska och förvaltade rättigheter.<sup>179</sup> De ekonomiska rättigheterna utgörs av rätten till andel i bolagets vinst samt rätten till utdelning ur återstående tillgångar i en likvidation. Bland de förvaltande rättigheterna ingår i första hand rätten att rösta vid bolagsstämman men även rätten till insyn (ABL 7 kap. 25 §) och bolagsledningens upplysningsplikt (7 kap. 50-52 §§).<sup>180</sup>

Det kan finnas olika orsaker varför någon vill äga aktier. Den gemensamma utgångspunkten är dock att ägandet skall generera avkastning som är högre än vad aktieägaren kunde ha åstadkommit på annat sätt. I privata aktiebolag av mindre storlek har ofta ägarna en personlig relation till bolaget och har i vissa själva lånat ut pengar till bolaget eller gått i borgen för aktiebolagets lån. Därmed är det självklart att dessa ägare kommer att göra sitt yttersta för att verka för bolagets långsiktiga välfärd. I aktiemarknadsbolagen däremot betraktar många aktieägare sin investering som en rent ekonomisk angelägenhet som i de flesta fall bedrivs helt passivt. Detta har lagstiftaren velat förändra och ”den aktiva ägarfunktionen är basen för nya ABL”.<sup>181</sup> De aktivistiska hedgefonderna har visat att det kan finnas situationer där man har rätt att rösta på stämman men där ens mål inte ligger i linje med bolagets. Detta illustrerades främst i MONY-AXA-fallet och i Mylan-King-fallet. Därav följer den naturliga frågan huruvida det finns någon lojalitetsplikt som aktieägare har att iakttä när denne utnyttjar de rättigheter som är knutna till aktieinnehavet.

## 7.4 Aktieägares lojalitetsplikt

På frågan om aktieägare har en skyldighet att verka för bolagets bästa, finns ingen konkret regel, motsvarande styrelsens och VD:s lojalitetsplikt. HB 18 kap. kan knappast åberopas eftersom det inte föreligger något sysslomannaskap. Däremot kan givetvis reglerna om marknadsmissbruk aktualiseras men de reglerna tar som sagt inte sikte på bolagsstyrningen i det enskilda bolaget.

Det finns en situation där aktieägare kan ställas till svars för bolagets agerande nämligen vid s.k. ansvarsgenombrott. Situationen gäller emellertid förhållandet mellan aktiebolaget och dess borgenärer och är därmed inte relevant vad gäller aktieägarnas förhållande gentemot varandra. Det kan likväl vara intressant att studera grunderna för ansvarsgenombrott. Det krävs ett stort mått av otillbörlighet från aktieägarens sida för att aktualisera ansvarsgenombrott. Det skall vara fråga om ett ”planmässigt handlande för att minimera det för borgenärerna i händelse av bolagets obestånd tillgängliga kapitalet.”<sup>182</sup> Otillbörligheten ligger i att aktieägaren rubbat

---

<sup>179</sup> Samuelsson et al, sid. 206.

<sup>180</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 365.

<sup>181</sup> Sevenius, sid 127.

<sup>182</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 33.

aktiebolagsformens grundförutsättningar genom att på ett överlagt sätt och till skada för bolaget hålla nere kapitalbindningen. Det har diskuterats att införa en generell ansvarsgenombrottsregel för aktieägare men förslaget har vid två tillfällen förkastats.<sup>183</sup> De specifika ansvarsgenombrottsregler som finns i lagstiftningen rör tydligt avgränsade speciella situationer som exempelvis ABL 1 kap 3 § 2st, 2 kap 25-27 §§, 25 kap. 18-19 §§ och 29 kap 3 §. Utöver ABL finns bestämmelser i 12 kap 6 § SkbetL, 4 kap KonkL och 4 kap UB. Det finns emellertid ingen regel som hindrar en aktieägare att rösta på visst sätt på stämman eller på annat sätt utöva negativt inflytande på bolaget ur affärsmässig synpunkt. Vidare skriver Nerep och Samuelsson i kommentaren till aktiebolagslagen att ”det förefaller uteslutet att aktieägare i ett bolag med spritt ägande kan göras ansvariga, om de inte har ett dominerande inflytande över bolaget.”<sup>184</sup> Mot bakgrund av detta förefaller ansvar, gentemot övriga aktieägare, för en hedgefond som innehar mindre än 10 procent av rösterna vara i det närmaste uteslutet, enligt min mening.

Sammanfattningsvis kan sägas att en aktieägare inte på aktiebolagsrättslig grund kan drabbas av ansvarsgenombrott såvida det inte kan visas att han har vidtagit en åtgärd i syfte att försäkra kapitalbindningen till men för bolagets borgenärer. Att exempelvis på bolagsstämman medvetet rösta på en olämplig kandidat till styrelsen kan inte föranleda någon aktiebolagsrättslig sanktion, enligt min tolkning av gällande rätt. Jag har inte heller funnit något stöd i doktrin för att en aktieägare skulle kunna rikta anspråk mot en annan aktieägare för hur denne har hanterat sina rättigheter såsom aktieägare i bolaget.<sup>185</sup> Det finns således ingen generell lojalitetsplikt för aktieägare motsvarande den som finns för styrelsen och VD. Det är inte heller möjligt att införa en bestämmelse i bolagsordningen som förbjuder exempelvis hedgefonder att köpa aktier i bolaget. För det första skulle det strida mot den fria omsättningen av aktierna som är en förutsättning för börsbolag. För det andra saknas en legaldefinition av begreppet hedgefond.

## 7.5 Proxy contests

Trots att specialfonder kan få dispens från 5 kap 20 § LIF angående förbud mot att förvärva aktier som ger kontroll i ett bolag, är det ovanligt att en fond vill ta så stora positioner. Många av de exempel som nämns i detta arbete visar emellertid att hedgefonder lyckas ge sig själva ett inflytande i bolagsstyrningen som är betydligt större än vad deras innehav motiverar. Det finns således sätt att utöva makt trots att man inte själv har formell rösträtt. I USA är s.k. proxy contests eller proxy fights en relativt vanlig företeelse. Som beskrivits ovan innebär proxy contest att en minoritetsägare samlar in fullmakter från storleksmässigt obetydliga aktieägare för att sätta press på styrelsen och som yttersta mål rentav byta ut denna. Detta är en metod att skaffa sig mer makt än vad ens eget ägande motiverar men ingenting tyder på att detta skulle vara olagligt i Sverige. Det är inte heller

---

<sup>183</sup> Jfr SOU 1987:59, Prop 1990/91:198 sid. 42 och SOU 2001:1 sid. 279f.

<sup>184</sup> Nerep, Samuelsson, sid. 32.

<sup>185</sup> Jfr Munukka, sid. 312f.

särskilt kontroversiellt eftersom det endast bidrar till mer aktivt ägande, vilket i grunden eftersträvas. Den aktieägare som blir tillfrågad genom fullmakt ställa sig bakom en viss fråga har ju möjlighet att ta ställning till frågan och ta ett eget aktivt beslut, vilket han kanske inte hade gjort om han inte hade blivit tillfrågad.

## 7.6 Rösträtter för riskfria aktier

Enligt min mening är rösträtten för riskfria aktier det mest kontroversiella inslaget i fråga om hedgefonder och corporate governance i de exempel som redogjordes för i avsnitt 6. Två typfall av rösträtt för riskfria aktier är när någon röstar för lånade respektive hedgade aktier.

### 7.6.1 Rösträtt för lånad aktie

När en aktie i ett aktiemarknadsbolag lånas ut är det i juridisk mening fråga om försträckning, inte lån. Den rättsliga skillnaden mellan de två begreppen är att försträckning avser fungibel egendom medan lån avser generisk egendom.<sup>186</sup> Trots detta är den etablerade beteckningen aktielån. Ett aktielån innebär att äganderätten till aktien övergår till låntagaren.<sup>187</sup> Denna äganderätt ersätts av en fordran på den som lånat aktien att återställa en likadan aktie vid en bestämd tidpunkt. Den som har lånat en aktie kan välja att sälja den (d.v.s. att blanka aktien) men han kan även välja att utnyttja aktiens rösträtt.<sup>188</sup> Detta är ett billigt sätt att skaffa sig inflytande i ett bolag eftersom den premie som betalas för att få låna aktien endast är en bråkdel av aktiens värde. Som nämndes i avsnitt 5.1.1 krävs ett införande i aktieboken senast fem dagar före bolagsstämman för att få delta och rösta i ett avstämningsbolag. Enligt ABL 5 kap. 13 § ska den som har antecknats som aktieägare på ett avstämningskonto enligt LKF genast införas i aktieboken. Införandet i aktieboken är emellertid en förutsättning för att rösträtten ska medföra vid ett aktielån. Detta exemplifieras i följande standardavtalsklausul angående värdepapperslån:

#### *”4. ÄGANDERÄTTSÖVERGÅNG*

*4.1 Parterna är införstådda med att äganderätten till utlånade Värdepapper övergår från Långgivaren till Låntagaren och att Långgivarens äganderätt ersätts med en fordran på Låntagaren att återfå utlånade Värdepapper av samma sort och kvantitet. Såvitt gäller aktier innebär äganderättsövergången bl.a. att rösträtten till aktierna ej längre tillkommer Långgivaren, förutom beträffande rösträtt i svenska avstämningsbolag som tillkommer denne på grund av att han upptagits som aktieägare i sådan*

---

<sup>186</sup> Lennander, sid 22f.

<sup>187</sup> Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, not 29, sid. 148.

<sup>188</sup> Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, not 29, sid. 148.

utskrift av aktieboken som avses i 7 kap 28 § tredje stycket aktiebolagslagen (2005:551).”<sup>189</sup>

Enligt min mening är aktielån ett område där aktiebolagsrätten inte är i samklang med värdepappersmarknadsrätten. Aktielån fyller en viktig funktion på värdepappersmarknaden men de aktiebolagsrättsliga konsekvenser som kan uppstå är märkliga. Att utnyttja de rättigheter som tillkommer aktieägare utan att åta sig den ekonomiska risk som motiverar att man ska ha inflytande kan få oönskade konsekvenser.

HFWG har tagit ställning till aktielån i sin *Final Report*. Det konstateras att den som lånar ut aktien förlorar rösträtten till förmån för den som lånar aktien men samtidigt bär utlånaren fortfarande den ekonomiska risken, eftersom han senare ska få tillbaka aktien och därmed får acceptera att den eventuellt har minskat i värde. HFWG uttrycker viss oro över att den som har lånat en aktie har möjlighet att rösta för densamma trots att han inte är utsatt för aktiens ekonomiska risk.<sup>190</sup> Samtidigt anser HFWG att frågan inte är specifik för hedgefonder utan föreslår att frågan ska diskuteras på en generell nivå och inte enbart i samband med hedgefonder och deras *shareholder conduct*. HFWG rekommenderar trots allt hedgefonder att inte låna aktier i syfte att utnyttja rösträtten. HFWG understryker dock samtidigt att det kan finnas situationer då det är befogat.

## 7.6.2 Rösträtt för hedgad aktie

I fallet där hedgefonden Perry röstade på Mylan Laboratories bolagsstämma i frågan om förvärvet av King Pharmaceuticals utnyttjades rösträtter för hedgade aktier. Syftet var att påverka målbolagets ställningstagande i det bud som kom från det bolag där Perry hade sitt verkliga intresse. En metod att uppnå detta är att köpa exempelvis 10 procent av aktierna i ett bolag och samtidigt köpa motsvarande antal säljoptioner för samma lösenpris som inköpspriset. Med hjälp av denna konstruktion kan rösträtten till aktierna fullt lagligt utnyttjas varefter aktierna kan avyttras för samma pris som man köpte dem för. Konsekvenserna av ett sådant upplägg är desamma som när någon utnyttjar rösträtten för lånade aktier. Den som röstar tar ingen som helst ekonomisk risk i det bolag där han röstar på bolagsstämman.

---

<sup>189</sup> Allmänna villkor för värdepapperslån (2007:1), Nordnet.

<sup>190</sup> HFWG Final Report, sid 80ff.

# 8 Reflektioner

## 8.1 Sammanfattning

Värdepappersmarknaden består av aktiemarknaden, kreditmarknaden och derivatmarknaden. Regleringen är starkt påverkad av EU-rättsliga direktiv, inte minst MiFID. Området är omgärdat av ett rigoröst regelsystem, bestående av såväl självreglering som lagreglering. Självregleringen riktar sig i första hand till emittenterna av värdepapper. De lagregler som tar sikte på investerarna rör förbud mot marknadsmissbruk samt förbud mot insiderhandel.

Investeringsfonder är en typ av värdepappersinstitut och regleras som sådana i LIF. De delas in i värdepappers- respektive specialfonder. Specialfonder har friare placeringsregler än värdepappersfonder och är därmed mer dynamiska. Å andra sidan är de inte öppna för allmänheten på samma sätt som värdepappersfonder. Hedgefonder är en typ av specialfond som karakteriseras i första hand av ett absolutavkastningskrav. En liten andel av världens hedgefonder har en aktivistisk strategi, vilket innebär att de deltar aktivt i styrningen av portföljbolagen. Kombinationen av fria placeringsregler, absolutavkastningskrav samt en aktivistisk strategi har givit upphov till ett antal uppfinningsrika aktiviteter inom bolagsstyrningen som har föranlett debatt. De aktivistiska hedgefonderna har i flera fall lyckats utöva kraftfullt inflytande över enskilda bolag trots att deras aktieinnehav har understigit 10 procent av rösterna. Utvecklingen har underlättats av en önskan från lagstiftare att förbättra mekanismerna för bolagsstyrning genom att uppmuntra ett aktivt ägande. De metoder som aktivistiska hedgefonder har använt för att utöva inflytande över bolagen har bestått i att:

- 1) Bistå ledningen med finansiell expertis
- 2) Driva kampanjer i media för att påverka andra aktieägare
- 3) Genomföra fullmaktsinsamlingar (proxy contests)
- 4) Utnyttja rösträtter för riskfria aktier (empty voting)

## 8.2 Juridiska aspekter på hedgefonders aktivism

Genomgången av värdepappersmarknaden visade att det numera finns tillgång till ett stort antal finansiella instrument med alla tänkbara egenskaper. I den meningen kan värdepappersmarknaden karakteriseras som tämligen fri. De hinder som finns i termer av reglering och som riktar sig mot investerare, är förbuden mot insiderhandel och marknadsmissbruk. Dessa förbud kan förvisso aktualiseras i samband med att hedgefonder agerar men knappast med anledning av aktivism inom bolagsstyrningen. Otillbörlig marknadspåverkan enligt MmL tar i första hand sikte på

spridande av falsk information, eller vilseledande ordrar eller transaktioner. Bestämmelsen skulle förvisso kunna aktualiseras i samband med hedgefondaktivism men regelns skyddsområde är inte det enskilda bolaget och dess ägare utan marknaden. Aktiemarknadens reglering gäller huvudsakligen hur aktiebolagen som har emitterat aktier ska agera gentemot aktiemarknaden. Specialfondernas grad av frihet i sin verksamhet är beroende av vilka dispenser som finansinspektionen har meddelat. FI har hittills varit villig att meddela dispenser i stor utsträckning.

Mot denna bakgrund har hedgefonderna uppstått. Genom fondkonstruktionen är det möjligt att låta riskvilliga investerare köpa fondandelar som hedgefonden sedan kan förvalta med maximal frihet vad gäller placeringsstrategi. Hedgefonderna har i många fall visat sig vara framgångsrika, men det finns även exempel på det motsatta. I samband med att hedgefonder har kollapsat har det framställts krav på ökad reglering. Sådana krav har varit inriktade på tre områden nämligen, transparens, investerarskydd och finansiell stabilitet. I linje med detta bygger även den svenska fondregleringen på två syften nämligen konsumentskydd och finansiell stabilitet.

#### Delslutsats 1

*Det kan konstateras att inom värdepappersmarknadsrätten, inklusive fondlagstiftningen, tas det inte på något sätt ställning till hur den som köper aktier på aktiemarknaden ska agera i förhållande till bolaget.*

Denna delslutsats leder fram till frågan huruvida aktiebolagsrätten innehåller regler som kan vara tillämpliga. I uppsatsen har det framkommit exempel på fall där hedgefonders aktivism inte har varit fri från invändningar från de inblandade parterna. De fall som har tagits upp i detta arbete har inträffat i USA. Trots att marknaderna och bolagsmodellen delvis skiljer sig åt mellan olika länder finns, enligt min mening, skäl att anta att utvecklingen kommer att nå Sverige. Frågan är därför om det finns anledning att, på juridisk grund, ifrågasätta de aktivistiska åtgärder som har vidtagits. Jag har identifierat fyra aktivistiska åtgärder som alla har stor betydelse för det enskilda bolaget, på gott eller ont. Det är givetvis viktigt att skilja på huruvida en åtgärd är önskvärd rent allmänt eller om den är otillåten. Det är alltså inte relevant att vissa grupper irriteras över aktivismen i det enskilda fallet.

- 1) När det gäller att bistå ledningen med finansiell expertis råder ingen tvekan om att åtgärden är acceptabel.
- 2) Detsamma gäller för mediala kampanjer, vilket följer av yttrandefriheten. I fallet AXA-MONY drev Highfield en kampanj mot AXA:s bud på MONY som var riktad till MONY:s aktieägare. Highfield var aktieägare i MONY men syftena bakom motståndskampanjen var inte MONY:s bästa utan det faktum att Highfields hade blankat konvertibler i AXA. Låt oss anta att fallet hade inträffat i Sverige. I så fall är min åsikt att avsaknaden av en

generell lojalitetsplikt för aktieägare innebär att det inte föreligger några hinder mot att aktieägare driver kampanjer på grunder som inte strävar efter bolagets bästa i det enskilda fallet. Däremot ska artikel 1.c. i marknadsmissbruksdirektivet<sup>191</sup> noteras. Där framgår att yttranden i media som syftar till att påverka priset på ens finansiella instrument, utan att samtidigt offentliggöra intressekonflikten, är att betrakta som otillbörlig marknadspåverkan. Bestämmelsen hade dock inte blivit tillämplig i fallet MONY.

- 3) Fullmaktsinsamling torde inte vara kontroversiellt ur juridisk synpunkt. Den aktieägare som lämnar sin fullmakt gör ett aktivt val att utnyttja sin rösträtt.
- 4) Att rösta för riskfria aktier innebär att man antingen lånar en aktie varmed aktiens förvaltande rättighet övergår men dess ekonomiska rättighet kvarstår, eller att man köper aktien och konstruerar en hedge där man således kopplar bort den ekonomiska risk som är förknippad med aktien. Detta förfarande medför att man kan utöva rösträtt i ett bolag samtidigt som man företräder någon annans intressen och dessutom undgår all ekonomisk risk i det bolag man röstar i. Enligt min mening är röstning för riskfria aktier det mest kontroversiella inslaget i aktivismens verktygslåda. Aktiebolagsrätten innebär emellertid inte något hinder mot förfarandet i dagsläget. Det står dock klart att aktiebolaget vilar på principen om maktindelning mellan ägare och ledning, där ägarna tar den ekonomiska risken men också har den yttersta makten. Ledningen tar inte någon ekonomisk risk men styr bolaget operativt i enlighet med ägarnas mandat. När någon som inte tar någon ekonomisk risk röstar på bolagsstämman sätts aktiebolagets mekanismer ur spel.

#### Delslutsats 2

*Det konstateras att den aktieägaraktivism som hedgefonder har visat prov på, varken strider mot dagens lagstiftning eller självreglering.*

Jag vill dock understryka att hedgefonders aktivism inte har inneburit att de har tagit egna initiativ till avgörande beslut inom bolagen. Det har oftast varit fråga om att blockera förslag. Icke desto mindre kan sådan blockering få mycket stor effekt, exempelvis i samband med budsituationer.

### **8.3 Är rättsläget tillfredsställande?**

Den intensiva corporate governance diskussion som har pågått sedan 1990-talet har satt sina avtryck i såväl ABL och Bolagsstyrningskoden som den allmänna uppfattningen. Det kan dock finnas anledning att ifrågasätta det fokus som diskussionen har haft. Corporate governance diskussionen handlar om att stärka kontrollfunktionerna inom bolaget för att styrelse och

---

<sup>191</sup> 2003/6/EG.



ledning inte ska få alltför fria tyglar på bekostnad av ”ansiktslösa” ägare. Därmed kan sägas att aktiva, engagerade och synliga ägare eftersträvas.

Den ägaraktivism som hedgefonder har visat prov på sätter nytt ljus på corporate governance frågan. De effekter som har uppstått genom liberaliserade finansmarknader i kombination med stärkt ägarroll illustreras tydligast genom de aktivistiska hedgefonderna. Jag har identifierat två orsaker till varför problematik uppstår med hedgefonder som inte uppstår med traditionella fonder och ”vanliga” aktieägare.

För det första innebär hedgefondernas fria placeringsregler att de kan hamna i situationer där de agerar som aktieägare i ett bolag men för ett annat bolags agenda. En sådan situation kan inte uppstå i en traditionell fond som har mer diversifierade portföljer och mer restriktioner i placeringarna.

För det andra är hedgefonder anonyma till sin karaktär, på grund av svag transparens. Det innebär att deras agendor är svåra att begripa. För det enskilda bolaget, liksom för dess ägare, kan det vara problematiskt att ha aktivistiska ägare som engagerar sig i bolaget men där ingen vet var lojaliteten ligger.

De aktivistiska hedgefonderna ställer ABL:s grundläggande antaganden om aktieägandet på kant. Plötsligt finns möjligheter att rösta på bolagsstämman trots att man inte är exponerad för någon ekonomisk risk i aktien. Det är inte rimligt att tänka sig en särskild lagstiftning eller annan reglering som riktar in sig på just hedgefonder. Det mest uppenbara skälet till det är att hedgefonder är ett heterogent begrepp som inte låter sig definieras med någon juridiskt hållbar precision. Dessutom är inte hedgefonder statiska i sitt agerande utan tvärtom experter på att hela tiden utveckla nya metoder för att uppnå absolutavkastning.<sup>192</sup> Däremot är det intressant att diskutera huruvida man bör införa någon form av lojalitetsplikt för den som röstar i ett aktiebolag. Detta vore givetvis extremt svårt ur lagteknisk synpunkt eftersom lagstiftaren inte kan ta ställning till vad som är affärsmissigt men icke desto mindre bör frågan diskuteras. En viktig faktor i en sådan diskussion bör vara att intressekonflikten i fråga inte är synlig för övriga aktieägare.

För att ytterligare framhäva behovet av diskussion vill jag lyfta fram en annan företeelse som nyligen har gjort inträde på de finansiella marknaderna, nämligen de s.k. *Sovereign wealth funds*. Här är det fråga om stater med politiska agendor som placerar pengar från exempelvis landets oljeindustri i olika västerländska aktier. När dessa nya investerare agerar i rollen som aktieägare företräder de i vissa fall diktaturstater med politiska agendor. Aktiebolagets konstruktion bygger i grund och botten på nationalekonomiska antaganden om att ägare tar rationella beslut, vilket är synonymt med sådana beslut som ger bästa möjliga utfall i termer av ekonomisk avkastning. De globala finansmarknaderna står inför en situation

---

<sup>192</sup> Kahan, Rock, sid. 38.

där de aktivistiska hedgefonderna kan hamna i situationer där de företräder ett bolag men kan rösta för aktierna i ett annat bolag och där oljestater för politiska agendor på bolagsstämmorna. Mot denna bakgrund är det tid att fundera på kopplingarna mellan aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten.

I den nuvarande lagstiftningen förutsätts aktieägarna vilja styra sina bolag på ett sätt som ökar värdet av bolagets framtida vinster, vilket är den parameter som ligger till grund för diskonteringen och därmed aktiekursen. Följaktligen görs aldrig någon koppling mellan aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten inom det juridiska regelverket, eftersom den kopplingen sker, så att säga, per automatik. Enligt min mening är denna klyfta mellan aktiemarknadsrätt och aktiebolagsrätt problematisk när aktivistiska hedgefonder och *Sovereign wealth funds* gör entré som aktieägare. Corporate governance frågan måste i det läget omformuleras. Det räcker inte att ägarna är engagerade, aktiva och har bra kontrollfunktioner. Det krävs dessutom att de är lojala, vilket är en dimension som corporate governance diskussionen hittills har saknat.

## 8.4 Slutsats

Det har visat sig vara svårt att rikta några tydligt juridiskt förankrade invändningar mot de exempel på åtgärder som aktivistiska hedgefonder har vidtagit i enskilda bolag. Det kan emellertid ifrågasättas huruvida förfaranden som bygger på att man röstar för aktier där man inte är exponerad mot aktiens risk, är förenliga med aktiebolagsrättsliga principer. Den som vill föra en talan mot sådana förfaranden lär dock få svårt att finna några konkreta regler till stöd för sin talan.

Uppsatsen har visat att det är möjligt att utöva stort inflytande i bolag utan att vara utsatt för aktiens ekonomiska risk. Om vi framöver ser en utveckling där detta utnyttjas i större omfattning finns anledning att föra en diskussion om de principer som aktiebolagsrätten vilar på. Det kan vara motiverat att införa någon typ av lojalitetsplikt för den som agerar i egenskap av aktieägare.

# Bilaga A

<b>Avkastningskrav</b>	Genom att göra en viss investering, exempelvis i en aktie, tar investeraren en viss risk. Avkastningskravet är hans pris på denna risk, dvs. vilken avkastning han kräver för att acceptera att bära risken.
<b>äka Blankning</b>	Att blanka innebär att man mot en liten ersättning lånar en aktie för att omedelbart sälja den. När aktien ska lämnas tillbaka köper man den på börsen till den kurs som gäller vid den tidpunkten. Om aktien har gått ner i värde tjänar man mellanskillnaden mellan försäljningen vid tidpunkt 1 och återköpet vid tidpunkt 2. På så sätt blir avkastningen en spegelvändning av aktiekursen.
<b>Oäka Blankning</b>	Försäljning av aktier som man inte äger och som man inte heller förfogar över vid tidpunkten för försäljningen. Skillnaden mot äka blankning är således att vid äka blankning sker ett aktielån innan aktien säljs och vid oäka blankning lånas aktien först efter att den har sålts. Den som köper aktien bär således en risk att blankaren inte kan leverera aktien. Detta blir särskilt betydelsefullt om blankaren går i konkurs.
<b>Corporate governance</b>	Bolagsstyrning, dvs. relationen mellan aktieägarna, styrelsen samt ledningen i ett aktiebolag. Begreppet har i praktiken en normativ betydelse, såtillvida att corporate governance antas vara positivt, eftersom det innebär starka kontrollfunktioner till förmån för ägarna.
<b>Hedge</b>	Ordet betyder skydd och används ibland som ett försvenskat verb "hedga". Att hedga innebär i detta sammanhang att man säkrar en viss tillgång mot värdeminskning. Det kan ske med hjälp av olika finansiella instrument vars värde korrelerar negativt med den ursprungliga tillgången. Ett exempel är att ställa ut en säljoption på en aktie som man samtidigt äger. Då kan en nedgång aldrig bli värre än säljoptionens nominella värde.

<b>Indexfond</b>	En indexfond är inte aktivt förvaltd utan köper istället exakt samma andel av varje aktie som aktien har i det index som fonden följer. Således replikerar fonden det valda indexets avkastning.
gå <b>Kort</b> i en aktie	se blankning
gå <b>Långt</b> i en aktie	att äga en aktie (dvs. motsatsen till blankning)
<b>Marknadsrisk</b>	Den risken som inte är specifik för aktien utan som beror på hur marknaden som helhet utvecklas. Den aktiespecifika risken kan elimineras genom en aktieportfölj men marknadsrisken återstår även i en sådan portfölj.
<b>Nuvärde</b>	Dagens värde av samtliga framtida utdelningar från en tillgång.
<b>Proxy contest</b>	Fullmaktinsamling som initieras av en aktieägare för att mobilisera fler aktieägare att rösta på samma sätt. I amerikanska sammanhang används begreppet mer specifikt för situationen att en minoritet av aktieägarna inte delar styrelsens åsikt, exempelvis i fråga om ett uppköpserbjudande, varmed de genomför en <i>proxy fight</i> för att rösta fram en ny styrelse. En sittande styrelse kan försöka skydda sig mot detta genom särskilda föreskrifter i bolagsordningen om hur styrelsen utses.
<b>Volatilitet</b>	Börskursens rörelsefrekvens, d.v.s. hur stabil kursen är över tiden.

# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

Prop 1990/91:198

Prop 2002/03:150

Prop 2004/05:142

Prop 2006/07:115

SOU 1987:59

SOU 1998:160

SOU 2001:1

SOU 2002:56

SOU 2004:46

SOU 2004:47

SOU 2006:50

*Forslag til regulering av spesialfond (hedgefond og venturefond),*  
Kreditillsynets utredning av den 18 november 2004, saksnr: 03/7570

FI 2004:8, *Intressekonflikter i fondbolag*

FI, *Prövning av ägare och ledning – en vägledning för finansiella företag,*  
2007-11-01

FSA Discussion Paper 06/3, *Implementing MiFID's best execution*  
*requirements*, maj 2006

## Doktrin

Bergström, Clas; Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, Norstedts  
juridik, Göteborg, 2001

Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C.; Allen, Franklin, *Principles of*  
*corporate finance*, McGraw-Hill, New York, 2006

*Börsrätt*, (red. Sandeberg af, Catarina; Sevenius, Robert), Studentlitteratur,  
Lund, 2008 [*Börsrätt* har 19 medförfattare och refereras i uppsatsen enligt  
följande: ”*Börsrätt*, avsnittets författare, sidnummer”]

Dotevall, Rolf, *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande*  
*direktör: en aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning (Akademisk*  
*avhandling)*, Norstedts, Stockholm, 1989

Greenspan, Alan, *The Age of Turbulence: Adventures in a new world*, Allen  
Lane, London, 2007

Håstad, Torgny, *Tjänster utan uppdrag*, P.A. Norstedts & Söners förlag,  
Stockholm, 1973

*Intressekonflikter och finansiella marknader*, (red. Nord, Gunnar och  
Thorell Per), Stockholm Centre for Commercial Law, nr 4 ur centrets  
skriftserie, Iustus förlag, Västerås, 2006

Kågerman, Pontus, *Värdepappersmarknadens regelsystem: lagreglering,*  
*självreglering och etik*, Norstedts juridik, Stockholm, 2001

Lennander, Gertrud, *Kredit och säkerhet*, Iustus förlag, Uppsala, 2006

Munukka, Jori, *Kontraktuell lojalitetsplikt*, Jure förlag AB, Stockholm, 2007

Nerep, Erik; Samuelsson, Per, *Aktiebolagslagen: en lagkommentar*, DEL 1, Thomson fakta, Stockholm, 2007

*Nordisk Børsret*, (red. Hansen, Jesper Lau), Jurist- og Økonomforbundets forlag, Randers, 2003 [*Nordisk Børsret* har 9 medförfattare och refereras i uppsatsen enligt följande: ”*Nordisk Børsret*, avsnittets författare, sidnummer”]

Nyström, Göran; Ohlsson, Robert; Skog, Rolf, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Jure, Stockholm, 2004

Samuelsson, Per; Afrell, Lars; Cavallin, Samuel; Sjöblom, Nils, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet en kommentar*, Norstedts juridik, Stockholm, 2005

Sandberg af, Catarina, *Aktiebolaget*, Studentlitteratur, Stockholm, 2006

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts juridik, Stockholm, 2005

Sevenius, Robert, *Bolagsstyrning*, Studentlitteratur, Lund, 2007

*Variationer på ett obligationsrättsligt tema*, (red. Gorton, Lars; Nyström, Birgitta) [Norberg, Clas Börsens inregistreringskontrakt – en speciell form av avtal sid 191-233], institutionen för handelsrätt Lunds universitet, Lund, 1998

Wood, Philip, *Law and practice of international finance*, 1<sup>st</sup> edition, University Edition, Volume 7, Thomson Sweet&Maxwell, Suffolk, 2008

### Artiklar

Gorton, Lars, *Varför skall man lita på banker?* ur *Emner i kredit og kapitalmarkedssretten*, (red. Andersen, Lennart Lyng), Gad/Gellerup, Köpenhamn, 2004

Hammarskiöld, Peder; Hein, Sandra, *Kommer den nya bolagsstyrningskoden att ge bättre bolagsstyrning och öka förtroendet för näringslivet?*, JT 2004-2005, sid 505

Hu, Henry T.C.; Black, Bernard S., *The New Vote Buying, Empty Voting and Hidden (Morpheable) Ownership*, Southern California Law Review, Vol. 79, pp. 811-908, 2006

Josefsson, Carl, *Lagstiftning eller självreglering? Olika aspekter på frågan om när och hur lagstiftningsinstrumentet bör användas*, SvJT 2001, sid 206

Kahan, Marcel; Rock, Edward B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, Law working paper No 76/2006, december 2006, European corporate governance institute

Wider, Jedd; Scanlan Kevin, *Hedge Funds: The Regulatory Landscape at a Crossroads*, The Journal of investment compliance, summer 2003

*A big hedge fund in trouble*, The Economist, 21 september 2006

*Battling for corporate America*, the Economist, 9 mars 2006

*Big Shareholder of Mcdonald's Urges Asset IPO*, Wall Street Journal, 9 november 2005

*Icahn Tries to Form a Team to Take on Time Warner*, New York Times 10 augusti 2005

*Klassresenären*, DN, 26 december 2005

*Storbråk i Teliasonera*, Veckans affärer nr 43, 2006

### **Elektroniska källor**

Janér, Kent, *Finansmarknadernas utveckling och den finansiella stabiliteten – om hedgefonder*, publicerad på Riksbankens hemsida:

[www.riksbanken.se](http://www.riksbanken.se), hämtad den 20 maj 2008

Nyberg, Lars, *Är hedgefonderna farliga?*, anförande vid Nordea i Stockholm den 24 november 2006, publicerad på Riksbankens hemsida:

[www.riksbanken.se](http://www.riksbanken.se), hämtad den 10 maj 2008

Nyberg, Lars, *Hedgefonderna och den senaste tidens finansiella turbulens*, anförande vid Nordic Hedge Fund Investment Forum i Stockholm den 28 januari 2008, publicerad på Riksbankens hemsida: [www.riksbanken.se](http://www.riksbanken.se), hämtad den 10 maj 2008

Steyer, Robert, *New Player Joins Mylan-King Fray*,

[http://www.thestreet.com/\\_yahoo/stocks/robertsteyer/10200481.html](http://www.thestreet.com/_yahoo/stocks/robertsteyer/10200481.html), hämtad den 10 maj 2008

*Allt du behöver veta om hedgefonder*, Aktiespararen nr 5, 2006

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Fonder/Allt-du-behoover-veta-om-hedgefonder/>, hämtad den 20 oktober 2008

*FSA guides hedge funds on activism*, Financial Times, 24 maj 2007,

[http://search.ft.com/ftArticle?queryText=hedge+fund+activism&aje=true&id=070524007189&ct=0&nlick\\_check=1](http://search.ft.com/ftArticle?queryText=hedge+fund+activism&aje=true&id=070524007189&ct=0&nlick_check=1), hämtad den 1 september 2008

*Nya djur i fonddjungeln*, Affärsvärlden,

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article274310.ece>, hämtad den 1 september 2008

*Saved by the growing power of hedge funds*, Sunday Times 13 mars 2005

[http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry\\_sectors/banking\\_and\\_finance/article426142.ece](http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article426142.ece), hämtad den 10 maj 2008

*Third Point Demands that Star Gas CEO, Irik Sevin, Resigns and Returns Keys to Company Car*, <http://www.prnewswire.com/>, 14 februari 2005,

hämtad den 1 september 2008

Aktiemarknadsnämndens hemsida: [www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se), hämtad den 10 februari 2008

Brummer & Partners hemsida: [www.brummer.se](http://www.brummer.se), hämtad den 21 september 2008

Näringslivets Börskommittés hemsida: [www.naringslivetsborskommitte.se](http://www.naringslivetsborskommitte.se), hämtad den 10 februari 2008

### Övriga källor

Bonde, Ingrid, f.d. Generaldirektör för Finansinspektionen, föreläsning vid Handelshögskolan i Stockholm, den 29 oktober 2007

Nyman, Sven, föreläsning vid Handelshögskolan i Stockholm, den 29 oktober 2007

Ode, Oskar Finansinspektionen, e-mailintervju, den 21 maj 2008

Wiborg, Gunhild, föreläsning vid Handelshögskolan i Stockholm, den 29 oktober 2007

Allmänna villkor för värdepapperslån (2007:1), finns tillgängligt på [www.nordnet.se](http://www.nordnet.se), hämtad den 3 november 2008

HFWG Hedge Fund Standards: Final Report, tillgänglig på [www.hfwg.co.uk](http://www.hfwg.co.uk), hämtad den 10 maj 2008

OMX, *Guide till börsregler*, 2006.

Rapport från advokatfirman Skadden, *Dealing with the 'transitory activist' shareholder: hedge funds and others*. (Rapporten är tillgänglig via: ”[http://64.233.183.104/search?q=cache:F3BKElFHGLkJ:www.realcorporatelawyer.com/programs/chicago\\_2006/Mulaney.pps+transitory+activist&hl=sv&ct=clnk&cd=1&gl=se](http://64.233.183.104/search?q=cache:F3BKElFHGLkJ:www.realcorporatelawyer.com/programs/chicago_2006/Mulaney.pps+transitory+activist&hl=sv&ct=clnk&cd=1&gl=se)”)



# Rättsfallsförteckning

## **Hovrätten**

Svea Hovrätt B 6675/00, 30 oktober 2001

Svea Hovrätt B 1461-01, 20 juni 2002

## **Tingsrätten**

Stockholms tingsrätt B 1432-99 den 25 januari 2001

## **Aktiemarknadsnämndens avgöranden**

AMN 2004:09